全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

梁军儒 著

Let Time
Accumulate Fortune for You

让时间为你积累财富

—— laoba1十四年的巴菲特式投资实践

时间是优秀企业的朋友，平庸企业的敌人 —— 巴菲特

但斌、李剑鼎力推荐

博客点击

告诉你最简单的选股策略



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

Let Time
Accumulate Forture for You

让时间为你积累财富

—— laoba1 十四年的巴菲特式投资实践

梁军儒 著

时间是优秀企业的朋友，平庸企业的敌人 —— 巴菲特

但斌、李剑鼎力推荐

博客点击

告诉你最



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

让时间为你积累财富:laobal十四年的巴菲特式投资实践/梁军儒著.—武汉:武汉大学出版社,2011.8
ISBN 978-7-307-08923-5

Ⅰ.让… Ⅱ.梁… Ⅲ.股票投资 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第131209号

责任编辑:张 璇　　责任校对:黄添生　　版式设计:马 佳

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)
(电子邮件:cbs22@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)
印刷:武汉中科兴业印务有限公司
开本:720×1000 1/16 印张:14.5 字数:179千字 插页:2
版次:2011年8月第1版 2011年8月第1次印刷
ISBN 978-7-307-08923-5/F·1554 定价:28.00元

版权所有,不得翻印;凡购我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

序

多年前，我在网上偶然看到名为“laoba1”的博客，里面的文章对价值投资的研究很深，给人非常好的印象。我对女儿说：“这个人的文章值得一看，他对价值投资的见解不一般。”后来，我又主动和他电话联系，得知他叫梁军儒，只是广州市一个年轻而普通的投资者，并非基金经理这样的专业人士；他是靠自学巴菲特等大师的书籍，靠自己的勤奋思考和努力实践才有了较高的投资水平。

现在梁军儒先生要出版自己的专著了，我感到由衷的高兴。他在十多年的光阴里，每天用五六个小时以上的时间刻苦钻研，锲而不舍，出成果是早晚的事情。

价值投资是个美好的事业，既丰富人生，又增加学问。研究它是一个让人的财富和素养不断提升的过程。它既需要灵魂的激情，又需要认认真真、踏踏实实的态度。梁军儒先生就是个热爱投资并且认真、踏实、十几年如一日的人。他对价值投资的研究细腻而严谨，同时深入而全面。他是理工科出身，没有很深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

的宏观经济学理论和文学文字功底，但他抓住了价值投资的精髓，以企业所有者的立场去思考，以企业分析师和行业分析师为己任，从不被电脑上那些令人眼花缭乱，而实际并无大用的技术图表所左右，一心研究各类优秀的公司，不但总结出很多很好的见解，而且勇于实践，取得了出色的投资业绩。

他的这本书实用性强，值得投资人一读，也值得投资人慢慢品味、细细思索。在中国股市，如何做好价值投资，书中自有答案。

李　剑

2011 年 4 月 26 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

悟与捂

——实践价值投资十四年的经验与感悟

进入股票市场可说是无心插柳。大学所学课程跟金融沾不上边，平时对金融也不感兴趣，直到学金融投资的妹妹被要求做投资实践，需要我替她买点股票时，才糊里糊涂地踏进了股市的大门。

当时我连最基本的一些概念都不懂，买来一张报纸，统计当天股票被推荐的数量，选择了被推荐最多的深宝安，只是不知道深宝安是做什么的。买入后天天盼着它涨，结果没几天便亏了很多。不久后，下班经过书店看到一本《股王之道》，翻了几页就被吸引住了，如获至宝，回家后一口气读完，当天晚上兴奋得几乎一夜无眠。《股王之道》可以说是我投资之路的开始。

但是，粗浅的阅读并没有使我真正把握到巴菲特投资理论的精髓。当时，我只关注到“好企业、利润增长、长期持有”这些较表面的东西，并不清楚什么是真正的好企业，以为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

只要短期利润大幅增长的就是好企业，完全忽略了增长的可持续性。我卖出深宝安后买入四川长虹，并且买入时根本没有考虑价格，认为只要是好企业就可以在任意价格买入。四川长虹当时处于行业景气度高峰期，股价经历调整后相对较低，我买入后股价很快翻倍。短期的暴利令我自信心膨胀，接下来我继续罔顾价格不断地买入四川长虹和深发展，市场也似乎不断地验证着我的正确，四川长虹从我买入时的22元涨至最高的66元，深发展从20元涨至最高的49元，半年时间资金总收益率达到了160%，这让我更加踌躇满志。然而随后的巨幅下跌给了我当头一棒，利润损失过半，我不得不反思自己的选股策略。

反思之后，我以为找到了股票下跌的原因，电视机属于夕阳行业，于是，高科技行业顺理成章地进入我的视野。那是1999年，我投资了清华同方和东大阿派，这两个股票不负我所望，著名的5·19行情中清华同方连续六个涨停板，一个月内股价从30元冲上最高的68元，我的资金再次快速地翻番。接下来的事情大家都清楚，再次的暴跌又使我的利润损失过半。

遭受重创之后，我不断地反复阅读《股王之道》，把所有关于巴菲特的书都买了回来，但还是没能真正领会巴菲特理论的精髓。那两年我先后投资过安泰科技、天津磁卡、东方钽业、烽火通信、国投电力、东方锅炉、天地科技、盐田港、烟台万华、恒源煤电等，但几乎都不得善终，究其原因则是业绩缺乏稳定性、持续性，或者具有明显的周期性，虽然也曾获得过些许的收益，但总是大起大落，远不是我真正想学习的巴菲特价值投资。

我逐渐意识到暴利思维模式的错误，开始关注推动企业增长背后的真正原因，这是我投资的最重要的转折点。刚开始仅仅是东施效颦地注意消费企业，关注品牌，选择了中国最著名的品牌——茅台，买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

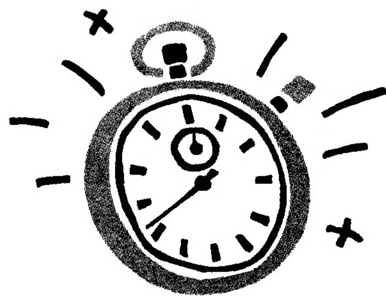
入后才发现，茅台的发展远超我的预期。深入研究后，更是发现，茅台具有很强的提价能力，这让我联想到巴菲特经常强调的特许经营权。误打误撞之后，我终于恍然大悟，进一步领会到了巴菲特的理论精髓。之后我又重读了一遍《股王之道》，重点放在了安全边际、竞争优势、企业的长期发展前景等最重要而恰恰又被我忽略的方面，读完后有了豁然开朗的感觉，精神也为之一振，感觉终于真正触到了巴菲特投资理论的核心精华。随后，我的投资进入了顺利发展、逐渐稳定的阶段。

曾经，我在一家大型国企工作，之后去了几家外企，但那些工作都不能让我享受到股票投资及投资研究所带来的乐趣。于是，我开始了我的职业投资生涯。业余爱好变成了职业，这就是我梦寐以求的。我不再需要处理复杂的人际关系，不需要没日没夜地加班，做自己最专长和喜欢的事情，通过自己的智慧收获的不仅是财富，还有满足感。

这几年，我每天阅读和研究四五个小时以上，并且，把自己的想法记录下来放在博客上。投资需要关注的细节太多，如果不记录可能就很快被忽略掉。这些记录下来的东西经不断整理，便慢慢形成了我自己的投资体系。通过博客，我结交了一群志同道合的朋友，大家共同学习和探讨价值投资，共同分享这个过程中的心得与喜悦。

有幸出版了此书，通过它，我希望与更多的人分享这十几年来对巴菲特理论的心得体会和经验教训，让大家少走一些弯路。投资没有捷径，如果有成功公式的话，也许是：成功=远大的目光+正确的方向+勤奋+经验+心态。与所有的读者共勉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

目录 CONTENTS

第一章 投资前应该知道的事情

3 / 鱼，不如渔
4 / 先学习，再投资，否则把投资交给专业人士
6 / 无知并不是最可怕的，最可怕的是不知道自己无知
8 / 一次赚钱还是一辈子赚钱
9 / 远离市场，不要轻信
10 / 盈利预期调低一点，投资周期拉长一点
11 / 对市场永存敬畏
13 / 永远保持良好的投资心态

第二章 大舍者才能大得

23 / 投资很简单，但不容易
26 / 坚持是一种美德
32 / 空仓也是一种投资
34 / 放弃的艺术
36 / 每一次失败都将成为财富
37 / 战胜自我，战胜人性的弱点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第三章　巴菲特投资理论精髓

43 / 价值投资与巴菲特
44 / 巴菲特理论精华
47 / 选股的首要条件——特许经营权
49 / 巴菲特理论不需要被优化

第四章　投资也能很简单

55 / 股票投资需要战略性思维
57 / 将投资股票看作一门生意
58 / 获取超额利润
61 / 寻找持续成长垄断型企业
63 / 做确定性最高的事情
65 / 理解长期持股的本质
67 / 波段操作与投机
71 / 正确看待安全边际
73 / 关于反方向的安全边际
75 / 定性分析与定量分析
78 / 什么时候才应该重锤出击

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第五章 估值其实很重要

83 / 掌握估值的方法
88 / 多高的市盈率才算合理
90 / 用现金流折现估值法为企业估值
96 / 为企业估值是个动态的过程
98 / 如何判断是否过度高估
101 / 如何买入股票
105 / 如何卖出股票

第六章 行业研究看角度

111 / 行业基本面研究
116 / 周期性行业
123 / 如何投资周期性行业
125 / 消费类行业
130 / 如何投资消费类行业
135 / 医药行业的机会和风险
140 / 互联网及高科技行业
144 / 新能源中的泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第七章　企业研究有方法

149 / 如何分析企业
152 / 企业基本面分析的八大误区
155 / 中小企业的机会和风险
159 / 一定要关注的财务指标
164 / 提防财务陷阱
167 / 我的选股标准及股票池

案例　个股分析

附录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

第一章

投资前应该知道的事情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

无知并不可怕，每个人从出生开始起点都是一样的，但是有的人碌碌无为，有的人则成就一番事业，这完全取决于每个人的努力。当然，不是努力就一定能成功，但不努力一定不会成功。比不努力更可怕的是不知道自己的无知，这样的人常常不自量力，到处碰得头破血流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

鱼，不如渔

古人云，授人鱼，不如授人渔。对于投资者来说，受鱼不如学渔。

七亏二平一赢，是股票投资市场的常态。主要原因除了多数投资者热衷于投机外，忽略学习也是重要的原因之一。

大部分新股民对股票市场一无所知，往往在毫无准备的情况下，受到暴利的诱惑，抱着侥幸心理，以玩票的态度投机入市。入市后，他们又沉醉于追涨杀跌，关注于股价的跌宕起伏、小道消息以及股评家的荐股，却很少思考过要进行投资研究。

实际上，股票是一种高风险投资，进来了就应该全身心投入，以专业的态度进行学习研究。只要愿意认真学习，业余股票投资者接近甚至超越专业人员并非遥不可及，而那些忽略学习的投资者注定要出现在亏损者的行列，甚至血本无归。

投资需要完整的知识结构，许多表面现象后的成因也需要经过长年累月的学习和实践，才能悟出其中的道理。只有具备独立思考的能力，才不会被纷繁杂乱的资料误导，才能从海量的信息中找到真正有价值的东西，并透过现象发现本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

要形成自己的独立分析研究能力和判断能力，唯一的途径就是不断地学习，拓宽知识面，拓展和深化能力圈，把命运牢牢地掌握在自己手中，从而能够持续、长期盈利。无论是投资理念、投资策略、投资心理，还是宏观经济、行业发展规律、企业研究分析、财务知识，甚至历史、哲学等，都应该归入投资者的学习范围。许多投资大师能在极短时间内作出重大的投资决策，正是凭借其深厚的知识积累和丰富的经验形成的综合判断能力。

只有掌握充分的信息和知识，才能高屋建瓴，站在战略的高度看待投资，同时形成一种判断的直觉，正确的投资决策也就水到渠成。深刻理解正确的投资理念、投资战略和企业基本面，一切了然于胸，自然就会对自己的投资决策充满信心。在持股过程中保持良好的心态，真正做到对外界干扰视而不见，听而不闻，上涨时不得意忘形，下跌时泰然自若，如此长期投资策略才能真正得以实现。否则一旦有风吹草动就如惊弓之鸟，长期投资盈利就成为一句空话。

广泛阅读，透彻学习，深刻理解，才能彻底执行。学无止境，投资领域知识浩如烟瀚，知道的永远只是少部分，坚持不懈地学习是投资人一生必须坚持做的事。当然也要记住：奔跑，要在正确的道路上。

先学习，再投资，否则把投资交给专业人士

股票市场中的新手和老手不一定以入市时间长短衡量。很多进入股票市场十几年的股民，每天只是跟着别人瞎折腾，其实也属于新手范畴。

投资者首先要弄清楚进入资本市场的目的：使资本增值。如果结果是相反的，就应该进行反思。实际上，投资者若没有比较系统的知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

识结构，盲目炒股的结果一定是亏钱。如果投资者入市后一直处于亏损状态，就不应该再抱有侥幸心理，期望未来能一次回本，这种可能性基本为零。即使碰到大牛市能够挽回部分损失，但悲剧还是会在未来不断重复。

长期处于亏损或者不赚钱状态的投资者有三个选择：

第一，撤出大部分资金，只留少量实践用。

投资者应学习正确的投资理论，边学边实践，直至真正建立经得起时间考验的投资体系。

虽然网络时代信息无处不在，大师们的投资理论、行业知识、企业资讯以及一切与投资相关的内容随处可见，但能否充分地利用这些信息完全取决于个人。如果把投资看成一门正式的课程进行系统学习，全面掌握价值投资理论并不困难。可是，大部分的投资者完全不把学习当回事，或者根本没有学习和独立思考的意识，更愿意道听途说地按照别人的建议去操作。一些好学的投资者也可能选错方向，或没有系统地乱学一通，这样只能是盲人摸象。

学习前首先要确定方向，价值投资是相对简单而又最有效的投资理论。有了正确的方向，接着就是大量的阅读和学习，不要以为了解一些皮毛或背熟几条语录就算掌握了投资的秘诀。你还必须在实践中不断感悟总结，不断验证修改，通过多年的学习积累，才能真正掌握投资策略、行业知识、财务知识、企业分析方法，才能最终形成一套适合自己的投资系统。

第二，让资深、专业的投资人或者投资机构代为投资。

可以选择公募基金、阳光私募、私募等，如果选择得当，远比自己盲目投资要好。不过，这些专业的投资机构良莠不齐，不少公募基金连指数都跑不赢，私募更是陷阱重重，选择的时候必须十分慎重。应该仔细考察其长期投资水平、投资策略等因素，不能因为某一两年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

的高回报就认为水平很高。

第三，离开证券市场。

如果自己没有精力或能力学好投资，又不相信专业人士，留在市场唯一的结果就是不断地亏损。既然如此，为什么还要把自己辛辛苦苦赚回来的血汗钱当儿戏，玩这种持续亏钱的游戏呢？

无知并不是最可怕的，最可怕的是不知道自己无知

正如每个人生下来什么也不懂一样，每一个初次接触资本市场的人都可以用“无知”来形容。无知并不可怕，每个人从出生开始起点都是一样的，但是有的人碌碌无为，有的人则可以成就一番事业，这完全取决于每个人的努力。当然，不是努力就一定能成功，但不努力一定不会成功。比不努力更可怕的是不知道自己的无知，这样的人常常不自量力，到处碰得头破血流。

知己知彼，百战百胜。如果连自己的实力都不了解，硬要做超出自己能力范围的事情，那无异于鸡蛋碰石头，失败是必然的事情。在资本市场上知道自己无知的人会比那些自以为是的人好很多。因为有自知之明的人会处处小心翼翼，老老实实地学习和请教有经验的人，做一些比较简单、自己有能力应付的事情，这样的人只要循序渐进，未来即使不能成大业，也至少会获得不错的收益。而一些自以为是的人可能道听途说地知道一点，然后获得少许的成功后，就认为自己已经掌握了投资的秘诀，而不知道这很可能只是一些偶然性的因素导致的阶段性的成功。

在2006年到2007年的大牛市中，人人皆股神，特别是那些投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

于周期性行业的投资者毫不费力地就可以获得数倍的收益。于是很多人不断追加资金，并不断追高，结果在2008年的暴跌中亏得一塌糊涂。有一家基金公司旗下的几只基金在2009年依靠汽车股获取了丰厚的回报，排名前列，2010年它们继续看好汽车股并重仓持有，结果汽车股大跌，净值损失严重。这些都是典型的把短期现象当成长期规律的惯性思维模式，也是对行业知识掌握不全导致的结果。

就如巴菲特搭档芒格所言：如果你是池塘里的一只鸭子，由于暴雨的缘故水面上升，你开始在水的世界中上浮。但此时你却以为上浮的是你自己，而不是池塘的水。股票投资包含着一个巨大的知识系统，你自以为知道的东西可能并不是事实的全部，很多时候是盲人摸象，是外部的偶然因素使你获得收益，而不是你自己的能力。所以，持续的学习以及保守谨慎的策略是必不可少的，只做自己熟悉和能力范围内的事情也是明智之举。

投资是要花费极大精力和时间的事情，不要以为随便就能赚钱。

随着社会的进步，职业分工越来越细，很多职业对技能的要求越来越高，投资更是一种要求极高的职业之一，然而绝大多数的投资人学习意识却相当匮乏。

虽然投资的基本原理很简单，即使是初中文化水平也能理解，但真正落实到实践则完全是另一回事。很多人都把股票当成一种可有可无的活动，不投入精力去了解投资之道。曾经遇到一些投资者询问我市盈率怎么算，净利润指的是什么，有什么用这样一些基本概念，他们当中不乏已经进入股市数年的所谓“老手”，而不清楚买入的企业是做什么的人也不在少数。

做一个真正合格的投资者需要十分全面的知识结构。虽然很多知识不是每时每刻都有用，但经常是关键时刻如果不懂某一细节，就很可能把投资者推向亏损的境遇，因为投资常常是差之毫厘，谬以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

千里。

投资是一个长期的过程，最终知识结构和研发系统是否完善决定了投资者的长期收益率。瞎猫碰到死耗子或者跟着别人盲动也许能够成功一时，但长期而言如果投资者疏于研究和学习，知识匮乏，那么失败是无可避免的结果。

一次赚钱还是一辈子赚钱

投资是一个长期持续累积的过程，不要因为偶然的暴利而洋洋自得，也不要因为暂时的落后就怀疑自己之前坚定的信念。按照错误的策略或者能力圈以外的策略进行投资，随意改变原则，即使有一两次的成功，长期的结果也只能是失败。

通过博弈也许有那么几次获利的机会，但最终的失败不可避免，这是没有正确的长期投资策略的必然结果。道理很简单，即使博弈的胜率在 50%，那么理论上简化的结论也仅仅是盈亏平衡，上涨一倍才能弥补 50% 的亏损。

很多人喜欢为自己的错误寻找客观原因或借口，总心存侥幸寄希望于下一次的成功，而没有从投资系统、投资策略中找出真正的本质性的原因。即使建立了一套正确的投资体系，执行过程中也常常为各种诱惑而不断破坏自己的原则，也许会因此而侥幸获利，但出来“混”，迟早是要还的。

一种投资策略是否有效不是一两年或三五年就能下结论的，需要经历一个或多个市场周期的考验才能证明其长期有效性。短期数次的获利常常会使投资者误认为掌握了长期有效的投资策略，或者认为自己不会倒霉地碰上博弈失败的结果。长期而言，投资领域里碰上黑天鹅几乎是必然的事情，更不用说其他的一般性风险，因此，能尽量降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

低风险的稳健的投资策略才是最优之选。

价格投机的无效性不再赘述，基于基本面分析以选时为主、频繁阶段性操作的策略，也会降低长期投资回报率。从长期的角度看与价格投机相类似，不同的是投机的依据。长期试图通过投资高风险高收益股票获取暴利的策略，是另一种基本面投机。从概率的角度看，两者最终都不会获得最好的结果。只有放弃大部分诱惑，放弃随时以投资收益最大化为主导的思想，在低估的价格买入并在没有过度高估的前提下长期持有高确定性投资标的，才是稳定获得高回报的最佳途径。

如果投资是一辈子的事情，就不能做一天和尚撞一天钟，而应该尽早确立一套真正能持续稳定获利的策略，然后将其溶入你的血液，并苛刻、坚定不移地执行。违反原则会亏钱，没有原则会亏大钱。

远离市场，不要轻信

追涨杀跌是大部分投资者每天都在做的事情，为什么心态如此浮躁？其中一个重要因素就是他们每时每刻都盯着股票价格，心情随着股价的波动而大起大落，而且相互传染影响，从而很容易做出非理性的行为。

巴菲特数十年蜗居在奥马哈这个不起眼的小镇，一个很重要的原因就是要远离市场，不被市场氛围所影响。对于心理素质较差的投资者来说，远离市场，远离其他短线投资者，远离一切干扰投资的因素，才能使自己的心态放松，享受投资。

中国股票市场近年来高速发展，股民数量呈爆发性增长，使资本市场成为社会关注的焦点。各种报纸、杂志、电视节目、网络资源像潮水般地涌向投资大众，大量资历浅薄、没有什么投资实践经验的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

也成为证券资讯的提供者，很多刚从学校毕业的本科生、硕士生考取了证券从业资格证进入证券公司后，就成为“股评家”。

那些骗人的投资咨询公司不必提，即使是正规的股评节目，大部分提供的也属于忽悠投资者的垃圾资讯，以及K线分析、波浪理论等短线投资理论，而且评论时随心所欲，缺少分析根据和逻辑。

券商研究报告是一个不错的资讯来源，但投资者也要对内容仔细分辨。那些对市场趋势预测的策略报告比股评家们好不了多少，对企业盈利的预测也类似于对市场的预测，乐观的时候无限乐观，悲观的时候更加悲观。很多研究员估值的时候喜欢用动态市盈率，甚至用到两年后的盈利进行估值。

实际上，在这些卖方报告中，有价值的是一些原始信息和数据，分析预测则应该自己进行，结论更加应该自己下。

盈利预期调低一点，投资周期拉长一点

追逐暴利是人的天性，高风险高收益几乎成为投资人的共识，而且股票市场每时每刻都上演着大起大落的好戏，特别是那些概念炒作的股票，常常是连续多个涨停板。投资者看着身边迅速致富的大戏时常上演，心理自然不平衡，总是心想为什么我不能这样快速致富，以致根本就不可能长期投资。

其实，如果了解一下大师们的长期回报率就会理性很多，包括巴菲特、林奇、约翰涅夫等顶级大师们的长期回报率都没有超过30%，能够长期超越指数的基金也寥寥可数。作为普通投资者每年20%～30%的回报率已经是令人十分满意的了，千万不要再去想一夜暴富，那样只会令你亏大钱。

尽管短线投资是市场主流，然而股市中有90%的人不赚钱，这足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

以说明短线炒作并非正确的投资之道。很多价值投资者都可能会面临“买入优质股票就是不涨”的情况，这是因为企业基本面中短期完全可能与股价相背离。不过，如果眼光放远一点，价值始终会反映到价格上，是金子一定会发光，这是已经被无数经验所验证过的。只要对企业有信心，并且买入价格具有安全边际，即使股票两年不涨也不必恐慌，价值始终会被体现，到时市场会把欠你的一次性还给你。

很多人以为低风险不能赚大钱，实际上股票市场存在着低风险高回报的情况，而且这种盈利模式是可持续并十分确定的。这就是巴菲特所推崇的以合理或低估的价格买入优质企业，然后长期持有。这在本人的实践过程中屡试不爽，长期回报甚至比那些高风险高回报的策略更高。

因为高风险的投资不可能每次都成功，一次失败就足以抵消很大一部分回报。如果使用分散投资的策略，则结果一样，失败部分的亏损也会大幅侵蚀成功部分所带来的回报。

巴菲特的策略是找到确定性很高的企业，这样保证每次投资的成功率，同时由于所选择的企业具有很强的竞争力，行业具有增值空间，其长期成长的空间是巨大的，所带来的回报也会以 10 倍计算。所以，将投资周期拉长点，盈利预期降低点，不但风险极低，而且长期回报率极高。

对市场永存敬畏

市场永远不变的就是变化。在国家发展的不同历史时期，行业会有翻天覆地的变化，而不同行业的变化也存在着巨大的差异。企业在行业的不同发展阶段会有截然不同的表现，即使是同一历史时期下，不同企业力量对比也是一个动态的过程，强弱可以互换。历史上，强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

盛一时的企业大部分最后走向衰败，真正基业长青的企业寥寥可数。因此，不能以静态的眼光看待投资，也不能因为一时的成功就轻视市场。

从2000年至今，中国基础设施建设和房地产的发展达到前所未有的速度，同时低廉的劳动力使中国成为世界工厂，中国经济增长以投资拉动为主。大量的周期性行业迎来了历史性的发展机遇，产销量呈现爆发性增长，虽然经历宏观经济调控，但仍然为投资者带来很多机会。

然而，未来中国将面临着经济转型，投资增长速度将大幅回落，随着劳动力成本的快速提高以及人民币升值，很多产业将面临转移。如果再以老眼光进行投资，很可能不会有太好的回报。而大量新兴产业的快速崛起，消费升级以及医疗制度改革，将为投资者带来更多更好的投资机会，如果不以发展的眼光选择投资标的，则可能会错失这些良机。

与此同时，行业和企业的不断变迁也给投资者带来巨大的风险，人性的弱点也随时攻击着投资者，一旦掉以轻心就可能损失惨重。

即使是投资大师，如果轻视市场，也同样可能受到惩罚。比尔·米勒是美国著名的价值投资者，他曾连续15年击败市场，投资过戴尔、亚马逊、玩具反斗城等大牛股。2007年金融危机初始阶段，他以过往的眼光判断危机已经过去，把这次金融危机跟1987年、1994年的危机和2002年美国由于债务紧缩恐慌导致美联储降息并迅速解决问题的情况相类比，而没有发觉这次导致危机的本质原因与以往不同。

2008年以后，米勒仍坚持继续重仓金融股。后来他投资的贝尔斯登、华盛顿互助银行、花旗集团、美林证券、房地美和AIG等公司要么被收购，要么被政府接管，使其管理的基金遭受了惨重损失，损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

高达 55%。他后来反思：我们太依赖历史经验了，以至于成为过去经验的俘虏。

历史上即便是格林厄姆这样的大师也曾经濒临破产，擅长成长股投资的菲利普·A. 费雪也曾经遭受重创。

风险往往以投资者完全意想不到的方式出现而造成灾难性后果。虽然投资不可能没有风险，但坚持一些原则，可以把风险降到最低的程度。对市场我们应该永远怀有如履薄冰之心，只要没有离开市场，都不要把自己当成胜利者。当你有充分的风险意识时，风险也许就不成为风险了。

在中国很少有人想到乳业会经历三聚氰胺这样危及整个行业生存的事件，蒙牛乳业（香港上市）的投资人做梦也想不到股价可以在一夜之间暴跌 60%。不可测的毁灭性风险在投资过程中虽然是小概率事件，但并非遥不可及，也许不经意间就会发生在你我之间。举个例子：即使稳健如贵州茅台这样的顶级公司，假设不是位于贵州而是在四川汶川一带会有何后果？或者其存酒仓库发生火灾会如何？

永远保持良好的投资心态

真正的价值投资者核心竞争力不在于选股策略，因为相对于心态而言选股其实很简单，明明白白选白马股票就可以了。利用行业特性和财务指标淘汰 90% 的股票，然后从中选出真正具有核心竞争力和可持续成长性的最优秀的企业。其实价值投资者的核心竞争力在于心态和毅力，迈向成功过程中投资心态的作用可以占到 70% 以上。

成千上万的投资人热衷于模仿巴菲特，巴菲特真正难于被模仿的是心态，而不是技巧。承受各种噪音的干扰，需要极其理性稳定的心态。许多投资者很透彻地研究并掌握了巴菲特选股策略，能成功运用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

的却寥寥无几，最主要的就是不能坚持，这就是巴老与其他投资者最大的区别。

这种坚持还表现在选股原则上，巴菲特也曾感叹一生中真正值得长期持有的好股票没有几个，因此好股稀少不是中国市场特有的现象。宁缺勿滥，若能以五年、十年而不是以年、月来考察股票，心态会稳很多。

股市中执著和偏执是很重要的。套用 Intel 前总裁 Andy Grove 的话：只有偏执狂才能在股市生存。

确立长期持股的投资策略

培养对长期持股偏执的态度，把长期持股作为坚定不移的投资策略，消除负面情绪滋生的土壤。坚定长期持股的信念一旦确立，股价波动、宏观环境变化、市场狂热或低迷等所有细节在投资者眼中都变得不重要了，所以长期持股是避免情绪波动产生非理性行为的最有效的方法，成为巴菲特投资策略最重要的方法论之一。在实践过程中，投资者思想出现波动时，就可以想一想未来 5 倍 10 倍的收益，百分之十几的波动相对于数倍的收益是何等渺小，这样心态就可以平和。

战略性思维

“会当凌绝顶，一览众山小”，站得高才能看得远。无论是在进行企业基本面研究时，还是在股票买卖、持有的过程中，战略性的思维和大局观都十分重要。全局了然于胸，对将要发生的一切可能结果有所预料，便能坦然面对在投资中出现的一切挑战，所有人性的弱点变得脆弱而不堪一击。投资者要从时间、空间最大的限度进行问题的思考，例如短期股价不涨，你首先要想的是未来 3 年、5 年会如何，而不是紧盯着短期的价格。企业遇到暂时的问题时，要看企业的核心竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

争力是否还依然坚固，未来数年的发展趋势如何，而不要在乎短期一两年的利润。茅台 2010 年的困难就是最好的例子，但茅台的地位依然稳如泰山，未来增长确定性仍然很高，那么阶段性的利润增长回落和股价调整何足为惧？

控制欲望

欲望能使人失去理性，欲望越多的人弱点也越多，堕入深渊的可能性也会越大。学习控制自己的欲望，是战胜自我的根本。虽然资本天生具有逐利性，但无欲无求这种佛家的境界，能带给我们很多启发，也许是我们通向成功的垫脚石。世界级股票大师们复合增长率也只有 20% ~30%，而且即使是 20% 的复合增长率长期复利也能使你成为亿万富翁，这样想一想你就不会为暴利所迷惑了。

改变获利模式的关注点

几乎百分百的投资者把获取股票波动产生的差价作为投资收益的唯一关注点。其实投资者应该把自己看成是企业的经营者，投资股票看成实业经营，把现金分红和企业内在价值增长作为投资收益实现的主要手段，那么我们就不会在乎股价的波动，不会因为股价而改变对投资对象的态度，客观上反而能更大限度地获得差价和企业内在价值增长及分红双重收益。

持续学习

只有持续不断地接受价值投资理念的熏陶，才能逐步深化对价值投资的理解，掌握价值投资的真谛，坚定自己的信念，从而保持良好的心态。困惑时重温大师们的忠告，它们是解惑的良方。投资者除了要树立学习的观念，还要将其落实到实践中去，例如硬性规定每天数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

小时的学习时间，每天坚持大量阅读，这样才能真正保证学习的持续性和有效性。投资的学习无止境，即使是巴菲特，阅读依然是他现在每天的主要工作。

远离股市

抛弃行情软件，远离短线投资者圈子。把所有的精力倾注于企业基本面的研究和跟踪上，建立起对未来的强烈信心，对其他非基本面因素的干扰应视而不见。盯行情是每一个投资者最难以克服的坏习惯，如果实在不能杜绝看股价，就应该尽量减少频率，例如只在每天市场交易结束后才查询股价，同时不看股评式的文章和电视节目。

站在巨人的肩膀上

坚定执行巴菲特、林奇等大师的投资策略，不要幻想找出超越他们的方法，否则可能聪明反被聪明误。巴菲特投资策略是公认的最有效的一种投资战略，历史也证明了这一点，长期投资绩效能与巴老比肩的寥寥无几。几十年来梦想超越他的人不计其数，但众所周知，没有人能够，而且能与他业绩相近的人采取的也是相仿的投资策略。既然已经被验证是最成功的方法，我们为什么不站在巨人的肩膀上，而要把时间浪费在研究和实践可能根本不存在的所谓更好的方法上呢？也许有一天蓦然回首，发觉自己已经白发苍苍，但却一无所获，可能这时才能体会到巴菲特理论的精妙。

永远做伟大企业的多头

时刻牢记时间是好公司的朋友，伟大的企业总能随着时间的推移，内在价值会持续地增加。无论多大的股价调整，都是市场先生开的一次玩笑，站在历史的角度看，不过是汪洋大海里偶然溅起的一朵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

小浪花。强者恒强，优质企业变好的概率要比变差的概率高，盯住那些行业龙头，盯住白马股，不要因为那些次级企业的股价弹性大就贸然投资。尽量回避那些概念炒作或者短期业绩暴增而没有持续性的企业，谨慎投资周期性行业。

良好的资金管理

投资股市的资金一定必须是不急用的自有资金，利用借贷和抵押资金投资股市随时会把自己逼上绝路。对于普通投资者来说家庭投资可以适当分散，例如部分投资国债，部分储蓄，部分投资股票。而股票投资也要作适度分散，不能全部投资同一股票，也不要全部同时投资于同一行业。

不要奢望利润最大化

利润最大化是不可能的，赚取能力圈范围的收益，错过的利润不代表是损失，不要为此而懊恼。要知道巴菲特也没有使利润最大化的能力，世界上也没有人有这种能力，只要稳定持续地获利，复利将为你的财富创造奇迹。

常常自检，切忌跟着感觉走

经常询问自己：我现在的行为理性吗？感性与理性常常背离。心里十分清楚正确的做法，侥幸心理和从众心理却使感性情绪占据上风，从而作出错误的选择。

投资大忌：跟着感觉走。

人的情绪容易受环境和其他人的影响，谎言重复一千遍就变成了真理，众口铄金，以致投资者在市场中迷失自我。任何投资者包括巴菲特都有感性的一面，难以完全不受市场的影响，情绪大幅波动在所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

难免。关键在于决策是否基于既有的投资体系，大部分投资者依据的却是自我感觉。即使对于很多理性的价值投资者，任何时候都能保持清醒理性的抉择是很困难的事情，稍不留神就会被自己的感觉牵着鼻子走。一时的清醒很容易，时刻保持理性的人却是极为稀少的。

市场疯狂上涨或非理性下跌会使投资者对市场趋势形成强烈的“感觉”，而这种“感觉”常常是错误的。牛市中股价已经远远脱离安全边际，但羊群效应和思维惯性使投资者强烈“感觉”股价仍能保持上涨趋势，同时找出许多非基本面的“理由”支持这些错觉，习惯了高估值，一再放宽买入的价格标准。熊市则相反，股价明显被低估，投资者却因“恐惧”的感觉而不敢买入或割肉出局。长期而言市场是称重器，投资者迟早会为自己的错觉付出沉重代价。

因此，任何时候决策都应该基于既有的投资体系和策略，而不要被自己的“感觉”欺骗。根据估值体系确定买入价格，不到目标价格绝对不买入。买入后确立长期持有的策略，若不符合卖出原则任凭股价上蹿下跳绝不卖出。时刻牢记体系和策略才是我们判断的依据，而且体系和策略不应该根据市场氛围轻易改变。

每次操作前，问一下自己：“这样做理性吗？依据的是体系还是跟着感觉走？”

知足者常乐

快乐并非得到什么，得到多少，而是获得的是否超越期望的。

一个亿万富豪即使意外地获得百万元，也不会感到有多快乐，因为远远低于他的预期。而一个乞丐如果获得一百元的施舍也许就会欣喜若狂，他原来期望得到的也许就一两元。快乐常常取决于自己的心态，而不是外部环境，所以知足者常乐。

无论贫富，人与生俱来就有七情六欲，欲望可以是无穷无尽的，

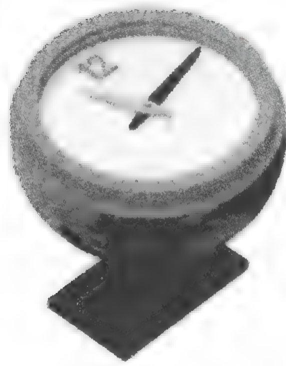
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

关键是如何平衡。期望越大，失望越大。总希望一夜暴富，总希望不劳而获，总希望买在最低点，卖在最高点，总希望是获利最多的一个，结果往往是失望，而且导致心态失衡，本该得到的也会失去。

知足者常乐并非不进取，而是要拥有一个健康平和的心态，生活如此，投资也如此。

投资的最高境界是心如止水。知易行难，贵在强大的执行力与恒久的坚持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第二章

大舍者才能大得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

投资的困难还在于验证一种投资方式的过程是抽象的、模糊的、长期的。投资的方法论需要在实践中不断地反复修正，这种积累远非两三年能完成。有一点对某些投资者来说是最无奈和最不可控的，就是把价值投资做到极致需要一些与生俱来的特质：理性、执着、坚忍、独立、耐心、专注。任一部分的缺失都可能导致在投资执行过程中发生重大偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

投资很简单，但不容易

投资大师巴菲特曾在 2007 年 10 月 26 日接受了央视《经济半小时》的专访，虽然只有短短半小时的时间，寥寥数语却道出投资的真谛。

有两句话给我的印象最深：

“投资不需要高智慧，需要的是稳定的心态和坚强的心理素质。投资很简单，但不容易。”

投资的原理只需要一般的智慧就能理解，所以投资很简单，不应该把投资过度复杂化。只要投资者愿意花时间学习，即使是小学程度的投资者，也能很好地掌握。关键是如何拒绝诱惑，长期严格地执行。

在实际操作的过程中，投资最大的敌人是投资者本身，所以真正坚定不易地实践价值投资理论就需要战胜人性的弱点，这又是很困难的事情。

“如果我们清楚地知道企业 5 年、10 年后有很好的发展，就可以进行长期投资。”

如果我们能很好地理解企业经营的业务，同时清楚企业在未来五

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

年、十年有很好的发展，企业的价值能稳定地增长，我们就能放心坚定地长期持有，等待企业实现未来的价值。这就是确定性。

投资是买卖企业的行为，企业在这个过程中作为一种商品自然要遵循价值规律，价值投资理论的诞生正是基于这一最本质的规律，脱离这种基础的投资行为等于是无源之水，无本之木，因此价值投资是投资的不二之选。

价值投资涉及的领域很广阔，但不代表它很复杂。大部分价值投资的道理很简单，只要认真学习，大部分人很容易明白投资的大道。

价值投资需要学习的包括投资策略、行业发展规律、企业分析方法、投资心理学以及简单的财务知识等，尽管看起来比较多，但都是些智力正常的普通人就能够容易理解的东西，这些知识就如同小学课程，而不是艰涩复杂的高等数学、相对论，需要的仅仅是足够的勤奋和专注。

投资者在进入股票市场之前，对很多企业都耳熟能详，例如张裕、苏宁、云南白药这些都是我们日常生活中常接触的声名显赫的品牌，而且中国处于消费升级及医改的初始阶段，消费和医药两个行业未来的发展空间巨大。如果投资者认同“好股好价”这个选股原则，那么就很容易首先想到这些企业，然后学习一定的财务知识，包括净资产收益率、资产负债率以及净利润增长率等几个主要指标，加以验证，那么投资这几只股票显然不是一件很困难的事情。

投资应该把复杂的问题简单化，而非相反。然而，人总是倾向于把简单的问题复杂化。很多人写文章也喜欢捣浆糊故作高深，用简朴的语言几句话就能说明白的道理，非得长篇大论、玩弄文字、堆砌复杂艰涩的术语，搞得高深莫测、似是而非。而很多投资者却又宁愿阅读这种看起来复杂、高深而实际未见得高明的东西，甚至越看不懂越崇拜，而不相信那些浅显易懂而且行之有效的投资真理。大道至简，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

写文章和投资都不应该陷入过度分析的泥潭，否则会成为迷途羔羊。

比如影响周期性行业的因素成千上万，就拿房地产行业来说，利率、宏观经济、行业政策、原材料价格、流动性等都会对房地产走向形成重大影响。如果沉迷于这些复杂的数据研究和猜测，投资者将会晕头转向，难以作出任何判断，或者很容易被一些阶段性因素所迷惑而误判。但如果我们换一个角度，将企业的市净率和行业景气度作为研判的主要标准，问题将得到大大的简化。当这个指标处于高位的时候就卖出，处于历史性低位的时候就买入。以万科为例，在2007年行业景气高峰期，该股市净率最高达12倍，而在2008年房价大幅下跌至最低谷时，市净率低于2倍，这样我们基于常识就基本不会犯大错。

实践中的失败，问题常常出在学习研究的投入程度和是否具备专注、坚定、持续的执行力，投资的不容易很大程度在于实践的过程。投资理论很多，这些理论中只有少数几种是真正长期有效的，方向性的错误只会使你离成功越来越远。企业分析需要综合运用各种各样的知识，而且影响企业发展的各种因素是动态的，要求投资者持续地花费大量的时间和精力，这对于许多把投资当作业余爱好的投资者来说是十分困难的，他们对投资的重视程度远远低于本职工作。如果投资者能把投资提升到个人事业的高度，结果将迥然不同。

投资过程中几乎任何股票都存在获利的机会，但大部分机会不是投资者所能把握的。投资者常常不能客观地评估自己的能力，或者根本没有想到过能力的问题。相同的信息对于不同的人有不同的解读，判断正确与否取决于投资者对信息的掌握程度和对企业理解的深度，透彻地研究一个行业或企业需要花费大量的时间和精力，同时很多行业和企业是投资者难于把握的，因此一个投资者能真正理解两三个行业已经很不简单。而很多投资者仅仅略知一二就自以为是，有的则明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

知非自己所长也要越界，结果可想而知。坚守能力圈是避免风险的关键之一。

道理明白了，执行力是成败的关键。价值投资需要坚持很多原则，长期坚守原则才能获得最优回报，然而很多时候短期看，坚持原则却可能得到不好的结果。面对短期利益的诱惑，贪婪和恐惧使投资者变得不理性，从众心理更是加强了这种欲望，放弃原则便顺理成章，有时候必须把投资理念提升到信仰的高度才能对抗这种心魔。

投资的困难还在于验证一种投资方式的过程是抽象的、模糊的、长期的，投资的方法论需要在实践中不断地反复修正，这种积累远非两三年能完成。有一点对某些投资者来说是最无奈和最不可控的，就是把价值投资做到极致需要一些与生俱来的特质：理性、执著、坚忍、独立、耐心、专注，任一部分的缺失都可能导致在投资执行过程中发生重大偏差。

以上这些的不容易几乎都与投资者的智商无关，而在于个人的性格、心态以及意愿，所以就像巴菲特所说，投资很简单，但不容易。

坚持是一种美德

没有一种成功能一蹴而就，无论投资还是人生，都必然要经历无数次的失败和挫折，经历无数次的磨难与考验。

坚持也许是成功中最重要的因素之一。坚持能赋予人战胜困难的信念，坚持能让人积蓄力量蓄势爆发，坚持能提升一个人的精神境界。一个人经历大挫折后仍然信心百倍坚强地重新站立起来，力排众议仍然坚持自己的原则与标准，面对高风险暴利的诱惑仍然坚持不为所动，无论外部环境如何变迁都始终如一地按照自己的想法行事，如果他没有坚韧执著的品质，不可能做到这些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ: 958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

虽然坚持未必一定能成功，但没有恒久的坚持则注定要失败。射击运动击中靶心才能得满分，少许的晃动或稍不留神就可能谬以千里。投资也是同样的道理，来自外部的诱惑和干扰何其多，稍有松懈就可能损失惨重，只有始终坚持正确的方向和策略才有可能持续获得高回报。

坚持原则是投资最重要也是最困难的事情，违反原则的机会宁可错过，不要做错。违反原则赚到的钱迟早会还给市场，而坚持原则损失的钱最终会赚回来。价值投资最需要的品质就是坚持，而且难的是一辈子的坚持。

巴菲特正是数十年始终坚持长期集中投资，才能成就今天大业。还有很多人质疑巴菲特“长期集中持股”的有效性，不妨让我们用历史数据说话，看看到底巴菲特是否言行不一致，坚持原则。

巴菲特的主要投资收益统计（截至 1999 年）如下：

股票	投资收益（亿美元）	持有年限（年）
可口可乐	117.00	19
运通	57.70	13
吉列	33.60	16
费雷蒂马克	33.00	不详
威尔斯法哥	25.30	17
GEICO	23.50	31
所罗门/旅行者	14.00	不详
ABC/迪斯尼	13.10	23
华盛顿邮报	9.30	34
美洲航空	5.50	不详

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

续表

股票	投资收益（亿美元）	持有年限（年）
通用动力	4.50	不详
加内特	3.00	2
M&T 银行	2.40	不详
PNC 银行	1.50	不详

巴菲特历年持股前五位之和占总投资额比例（1977—1994 年）如下：

年份	持股前五位之和占总投资额比例		合计
1994	可口可乐	36.9%	81%
	吉列	12.9%	
	首都/美国广播公司	12.2%	
	GEICO	12%	
	威尔斯法哥	7%	
1993	可口可乐	37%	84.1%
	GEICO	15.6%	
	吉列	12.7%	
	首都/美国广播公司	11%	
	威尔斯法哥	7.8%	
1992	可口可乐	34.2%	85.7%
	GEICO	19.5%	
	首都/美国广播公司	13.3%	
	吉列	11.9%	
	联邦住屋贷款抵押公司	6.8%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

年份	持股前五位之和占总投资额比例		合计
1991	可口可乐	41.5%	89.7%
	GEICO	15.1%	
	吉列	14.9%	
	首都/美国广播公司	14.4%	
	联邦住屋贷款抵押公司	3.8%	
1990	可口可乐	40.2%	97.9%
	首都/美国广播公司	25.5%	
	GEICO	20.5%	
	华盛顿邮报	6.3%	
	威尔斯法哥	5.4%	
1989	可口可乐	34.8%	100%
	首都/美国广播公司	32.6%	
	GEICO	20.1%	
	华盛顿邮报	9.4%	
	联邦住屋贷款抵押公司	3.1%	
1988	首都/美国广播公司	35.6%	100%
	GEICO	27.8%	
	可口可乐	20.7%	
	华盛顿邮报	11.9%	
	联邦住屋贷款抵押公司	4%	
1987	首都/美国广播公司	48.9%	100%
	GEICO	35.8%	
	华盛顿邮报	15.3%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

年份	持股前五位之和占总投资额比例		合计
1986	首都/美国广播公司	42.8%	98%
	GEICO	36%	
	华盛顿邮报	14.4%	
	哈迪哈曼公司	2.4%	
	里尔西格莱尔	2.4%	
1985	GEICO	49.7%	89.5%
	华盛顿邮报	17.1%	
	首都/美国广播公司	9.1%	
	比队员特丽斯公司	9%	
	联合出版	4.6%	
1984	GEICO	31.3%	83.3%
	通用食品	17.8%	
	埃克森公司	13.8%	
	华盛顿邮报	11.8%	
	时代公司	8.6%	
1983	GEICO	31.1%	88.7%
	雷诺烟草公司	24.6%	
	通用食品	17.9%	
	华盛顿邮报	10.7%	
	时代公司	4.4%	
1982	GEICO	32.7%	74.4%
	雷诺烟草公司	16.8%	
	华盛顿邮报	10.9%	
	通用食品	8.8%	
	时代公司	5.2%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

年份	持股前五位之和占总投资额比例		合计
1981	GEICO	31.3%	69.5%
	雷诺烟草公司	13%	
	通用食品	10.4%	
	华盛顿邮报	9.1%	
	哈迪哈曼公司	5.7%	
1980	GEICO	19.9%	58.7%
	通用食品	11.3%	
	哈迪哈曼公司	11%	
	SAFECO	8.5%	
	华盛顿邮报	8%	
1979	GEICO	20.3%	61.2%
	华盛顿邮报	11.7%	
	哈迪哈曼公司	11.5%	
	其他	10.6%	
	SAFECO	7.1%	
1978	华盛顿邮报	19.7%	61.6%
	GEICO 可转股	12.8%	
	SAFECO	12%	
	联众集团	8.6%	
	凯塞铝业	8.5%	
1977	华盛顿邮报	18.4%	59.2%
	GEICO 可转股	18.2%	
	联众集团	9.5%	
	首都/美国广播公司	7.3%	
	GEICO	5.8%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

以上数据一目了然地显示，截至1999年，总投资收益前十位的股票为巴菲特提供了300多亿美元的利润，占总额的80%以上。而且前十名股票绝大多数持有年限在15年以上。在持有股票前五位金额之和占总投资这一比率中，1982—1994年占总投资额80%以上，1982年前也在60%～70%。

显而易见，长期集中持股的确是巴菲特的致胜法宝。巴菲特正是通过长期持有数家超级明星公司的股票才获得了令人惊叹的收益，而其他数十笔小投资只是锦上添花而已，并不能代表巴菲特的主流投资风格。

对于普通投资者来说，可以在集中投资的原则上适当分散，持股2～5个比较合适，而且要记住永远不要把大部分的资金投资到同一只股票上。

投资市场上永远不乏黑天鹅事件。2008年的次贷危机虽说是百年不遇，但历史上类似的重大金融危机却是每隔几年就会周期性出现。所以如果把所有的资金投资在一个企业身上，则风险太大，因为即使是最优秀的企业，也可能遇到偶发性事件而遭受毁灭性的打击。而且现在气候越来越恶劣，洪水、地震、干旱等自然灾难经常发生，投资者更应该加强防范风险的意识。

个人投资者应该把资产放在至少两只股票以上，比较合适的是3～5只。假设一个优质企业发生黑天鹅事件的概率为千分之一，那么两个企业同时发生的概率将远远低于万分之一，三个同时出事则基本上不可能。

空仓也是一种投资

很多人一旦手持现金就手痒，似乎空仓就是错失了赚钱的机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

事实恰恰相反。

试想，如果没有合适的机会或者投资标的不具备安全边际的时候，为了不空仓而买入会有什么结果？那一定就是亏钱。而这时候如果选择空仓耐心等待，其实你是默默地赚了一笔，因为下跌为你带来的价格差无疑就是你以后的利润，空仓也能赚钱！

有的投资者会因为目标标的暂时没有安全边际却又希望提高资金的利用效率，而买入一些并不是自己研究多时的股票，这其实犯了一个投资大忌。

巴菲特曾经说过：如果你不想拥有一个企业十年，那你就不要拥有它十分钟。这并非说持有股票一定要十年以上，而是投资者要以长线的眼光选股，一旦用短期的心态买入股票，你很可能因此而亏钱。因为你对这个企业也许了解不深入，当股价下跌时你很可能会想割肉，因为你对它没有信心，你也不想长期持有它，最终的结果是你的资金效率反而大大降低了。

要知道，巴菲特为了等待买入可口可乐的好机会，花费了十几年的时间。罗杰斯也说过一句名言：成功的投资家的做事方法通常就是什么都不做，一直等到你看到钱就在那里摆着，就在墙角那里。你唯一要做的事情就是走过去把钱捡起来，这就是投资之道。

空仓等待的过程通常是漫长甚至是痛苦的，大幅下跌并非买入的理由。害怕踏空和众多诱惑经常会使等待半途而废，等待大机会的出现需要长远的战略眼光和很强的自制能力，需要耐心与理性。没有经历过真正熊市的人，不清楚戴维斯双杀效应（市场预期与上市公司价格波动之间的双倍数效应）的厉害。回落是一个漫长的过程，缺乏耐心者常常在不断的抢反弹中损失惨重。

投资就是一个不断等待的过程。发现好企业后等待安全边际的出现，买入股票后等待企业成长带来的回报，卖出股票后等待下一次机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

会的来临。只有学会耐心地等待，才能在投资市场中获得丰厚的回报。

我们谈论最多的是持有股票时的等待，对于坚定的价值投资者来说，持股等待应该是轻而易举的事情，反而买入前的等待才是最大的考验。由于伟大企业的稀缺，所以发现优秀的企业后既害怕持续上涨错失机会，又不能违反安全边际的原则，既需要准确把握企业的估值，也需要稳定的心理素质。这种等待可以说是一种煎熬，矛盾的心情比之持股等待的坦然要困难得多。

然而正是这种等待才能保证我们做到“永远不亏损”。无论对企业多么了解，无论企业的基本面多么好，投资者都可能判断失误或过度乐观，也可能出现不可预料的突变因素。在安全边际下买入可以为我们的失误、不可预料的突变留有余地，从而避免亏损的发生。只有以好的价格买入优秀的企业，才能长期获得超额回报。当然，不能奢求优质企业出现很高的安全边际，但我们应该记住的是，股票高估时唯一能做的就是——等待。

放弃的艺术

佛语云，“舍得舍得”，有舍才能得，先舍而后得。

股票投资同样是大舍者才能大得。舍去的可能是资产注入而产生的十倍暴利，可能是新产品成功而一飞冲天的科技牛股，可能是商品大牛市造就的有色金属飙升神话，但更可能是概念炒作破裂的连续跌停，竞争失败而坠入深渊的科技新贵，判断价格周期失误而股价腰斩的巨大风险。股市的千变万化使投资者每天面对无数的暴利诱惑，大部分人眼中只有暴利，抓住所有获利机会是多数人的愿望。正因为如此，辛辛苦苦几十年，一夜回到解放前的情形屡见不鲜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

股票投资机会贵精不贵多，我们不需要也不可能抓住每一次机会，一生把握几次确定性高的大机会就足以使我们获得改变人生的财富。做一个简单的算术，若投资者起始资本为10万元，抓住8次翻3倍的机会，获利将会是6.5亿元；如果抓住5次翻5倍的机会，最后的获利是3.1亿元；若能找到3只tenbagger（此词出自投资大师彼得·林奇《成功投资》一书，意为在未来几年内能够涨10倍的股票）就能成为亿万富翁。当然前提是其间坚持长期持股，没有因为追逐阶段性热点而产生亏损。

学会放弃，专注于确定性最高、最有把握的好机会，才能实现长期利润最大化，才会是最后的赢家。

巴菲特用"打卡机"来比喻这种投资方式：假设人的一生只能投资20家公司，好比是在一张卡上只能打20个洞，只有用20次的机会。我们每次打洞的时候就会格外小心，确定性不高的机会全部放弃，每打一次卡就代表着一次大的成功。巴菲特还有另一个比喻，他用棒球击球手的击球过程来说明：美国一位很著名的棒球击球手曾将击球区域分为77块小格子，每块小格子只有棒球那样大。当球落在"最佳"的方格里，挥棒击球，这将获得好成绩，而当球落到差的小格子时挥棒击球，即使是最好的击球手，也只能击出一般的成绩。

懂得放弃是一种美德，放弃需要坚强的毅力、成大事的魄力和强大的自我控制能力。有的时候，价值投资者会跑输于大盘，垃圾股、概念股、题材股涨上了天，而持有茅台、张裕这些真正优质的股票则获利甚微。但如一位网友所言："真正值得尊敬的是这些人，因为他们才是真正的价值投资者。"我从没有因为一直持有茅台而懊恼，因为我清楚有舍才有得的道理，只有坚持原则、懂得放弃的人才会是最后的胜利者。

得失是相对的，当你认为失去的时候，也许你得到了更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

每一次失败都将成为财富

投资过程中最宝贵的不是成功经验，而是失败的教训。芒格曾经说过："我只想知道我将丧生何处，那么我就绝不会去那个地方。"每一次失败都将会成为你的一笔财富，我们要做的就是不在同一个地方跌倒两次。

投资包含着无数细节，很多细节都没有标准答案，不同的投资者可能对同一现象有很多不同的理解，而且企业的变化是动态的，所以你不可能像学习数学那样背熟一些定律公式，就可以随时套用。

这些细节又相互关联，如果没有对每一个细节的正确理解，就不可能形成正确的判断；而没有勤奋的思考，就不可能真正掌握事实的本质。投资者必须通过不断的思考总结，形成一套判断准则。

巴菲特说过他不用十分钟就能对一个投资机会作出判断，这是因为他在数十年的投资经历中，已经把投资的每一个细节透彻地充分理解，把正确的习惯固化成本能，并形成一套有机关联的系统，从而能迅速作出判断。

成功的投资由无数个好习惯组成，不过，人的劣根性常常侵蚀投资者的良好习惯。因为人总是贪婪的，总是恐惧的，总有很多的误区，总喜欢随大流，于是总忍不住做波段，总是在市场乐观时更加乐观，悲观时极度悲观，总喜欢不顾风险地追逐暴利。

熟能生巧，只要我们刻意找出正确的良好习惯，然后在实践中有意识地不断强化，习惯自然慢慢形成，并最终在你的灵魂深处扎根。当一种习惯成为本能的时候，那么，无论发生什么情况，你都能抵挡住人性的弱点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

战胜自我，战胜人性的弱点

清楚自己的弱点所在并力图克服它，经常进行检讨，你将会在投资市场上立于不败之地。

股票市场并非零和游戏，也不是只有从别人的口袋中掏钱才能盈利。“战胜市场”、“战胜庄家”、“战胜基金”是市场上各种热门投资书籍经常提到的字眼，而股票市场真正的敌人却很少有人提及。

实际上，投资者在股票市场中唯一的敌人就是自己，贪婪，恐惧，害怕困难，不能坚持原则，没有信心，没有耐心，没有勇气，没有目标和信念，这些才是我们最大的敌人。深度解剖并清晰地认清自己，战胜人性的弱点，我们就能所向无敌，成功投资者致胜的法宝就是战胜自我。

人性的弱点埋藏在灵魂的深处。如果我们不能有意识地进行系统分析，并有针对性地防范，同样的错误总会在投资决策中一犯再犯，而犯错的驱动力也永远不能消除。因此，要战胜敌人，首先要认清敌人。

贪婪与恐惧

贪婪和恐惧是人类的天性，对利润无歇止的追求，使投资者总希望抓住一切机会，而当股票价格开始下跌时，恐惧又占满了投资者的脑袋。市场是由投资者组成的，情绪比理性更为强烈，惧怕和贪婪使股票价格在公司的实质价值附近跌宕起伏。当投资者因贪婪或者受到惊吓时，常常会以愚蠢的价格买入或卖出股票，追涨杀跌是贪婪与恐惧形成的典型后果。

我们应该时刻记住巴老的名言：当别人贪婪时我们恐惧，当别人恐惧时我们贪婪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

羊群心理

羊群心理就是盲目的从众心理，往往会使投资者损失惨重。市场低迷时，是进行投资的好时机，但是由于市场上所有投资者都显现出悲观情绪，媒体也是一片空头言论，大多数投资者因为羊群效应的心理，即使是最优质的股票被大幅低估，也不敢问津。而当市场高潮来临时，则正好相反。

在股票选择上也存在羊群心理，对那些市场热烈追捧的热门股票，即使是投机性很强价格已经很高，投资者依然不顾一切地买入。而被市场一时低估的真正优质股票，投资者因为冷门而没有买入的信心。

请记住，真理常常掌握在少数人手中。

一夜暴富

一夜暴富是投资者的普遍心理，急功近利也就往往成为投资者的通病。股票买入后一两个月没有涨就忐忑不安。看着别的股票价格不停地上涨，而自己的股票原地踏步，心里十分着急，于是即使亏损也马上换股，但刚抛出后它却又涨了，而买进的股票又陷入亏损。这样的错误一次又一次不断地重复，最后竹篮打水一场空。

很多时候，快即是慢，慢即是快。

一叶障目

缺乏战略性思维，只看到短期一时的得失，而忽略长期的利益或损失。只看到股票一部分的优势，而看不到潜在的重大危机。站在战略性的高度去思考，很多问题会得出不同的结论。

站得高，看得远，只有战略性的思维，才能使我们大赢。

侥幸心理

许多投机性的股票连续大涨，投资者经受不住暴利的诱惑，总希望最后接棒的不是自己，而命运却常常捉弄他们，结果一败涂地，血

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

本无归。

偶然性中包含必然性，碰运气是获胜的最大敌人。

过于自负

许多华尔街顶尖的专业投资人对价值投资不屑一顾，认为自己能把握市场的每一次机会。他们的确有渊博的知识，有极高的智商，有敏捷的思维，但却被大部分看起来保守木讷的价值投资者所击败。国内有一些所谓的价值投资者自以为是，总希望能独辟蹊径，超越巴菲特，最后误入歧途，结果可想而知。

有时聪明反被聪明误，老老实实按照巴菲特的理论实践，远比自己乱来好。

缺乏信心

自负和自信是相对的。不能过于自负，也不能没有自信。

自信建立在自己的能力圈范围内，对于简单便于了解的企业，经过深度透彻的研究，我们应该有自己判断的信心。不必因为其他信息的干扰或者暂时的市场低估就轻易推翻自己的结论。

厌恶损失

心理学实验证明，损失所带来的痛苦远比同样强度的获利所得到的快乐强烈。因此，投资者内心总有一种尽力回避损失的潜意识。这种心理在投资活动中表现出来就是对损失的强烈厌恶，只要亏损一点点，心里就不能忍受，从而产生非理性的杀跌行为。

犹豫不决

犹豫不决与投资者的个性相关，这种投资者面对机会的把握能力比较差。经常由于决策的迟缓而导致机会的丧失，或者是陷入反复追涨杀跌的怪圈。

孤独难耐

人是群体性很强的动物。相对于占绝大多数的短线投资者以及投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

机炒作者而言，价值投资者是孤独的。能否承受这种孤独，是能否坚持长线投资的关键。

耐得住寂寞的投资者，才能获得最后的成功。

清楚自己的弱点所在并力图克服它，经常进行检讨，你将在投资市场上立于不败之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第三章

巴菲特投资理论精髓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

巴菲特从喜诗糖果发现特许经营权的强大魅力后，就把特许经营权看作重要的选股条件之一。虽然巴菲特也投资过许多其他股票，但只要简单对其投资的比重进行统计，就不难发现他绝大部分的获利都是通过长期持有数只超级明星股获得的，这些超级明星股无一例外地拥有一定的特许经营权，并且多数是消费垄断型企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

价值投资与巴菲特

格林厄姆是公认的现代财务分析之父，1934 年价值投资理论由格林厄姆创立，经典著作《证券分析》一书阐述了价值投资理论的本质：以基础分析的方法衡量一家企业的内在价值，并根据价格与价值的差异作为投资准则。价值投资不在乎市场的走势，只依据计算所得内在价值判断股价是否便宜，值得买入。后来在费雪、巴菲特、彼得林奇、约翰涅夫等价值投资大师根据自己的理解发展出各种不同风格的价值投资理论，其中最成功的无疑是巴菲特。

巴菲特以格林厄姆的价值投资理论为基础，结合费雪的成长投资理论，创造出更完美的价值投资理论。格林厄姆的投资策略完全不考虑企业的质地，只关心企业的可量化因素，例如企业的固定资产、负债、盈利等，这一投资策略无疑存在着较大的弱点，特别是现代资本市场股票价格溢价越来越高，符合格林厄姆投资原则的投资机会寥寥可数。费雪的投资策略强调寻找那些质地优良且未来盈利能够持续增长的企业，强调企业内部能增加公司价值的一些特质，强调集中投资和长期投资；他喜欢广泛地访谈企业，观察企业的竞争优势，这刚好弥补了格林厄姆的弱点。而巴菲特把两者完美地结合起来形成自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

投资策略。

1987年巴菲特曾经把投资集中于三只股票，而长期持股在巴菲特投资中动辄以十年计算。巴菲特一旦发现优质企业被大幅低估，就会毫不犹豫地大量买入，丝毫不受市场气氛的影响。他认为，把股票分散投资于大量的企业不但不能降低风险，反而大大提高了风险，因为真正优质的企业都很稀少，如果持股数量多，只能买入很多质地一般的企业，这些企业的回报一定会远远低于优质企业，而且还可能带来大的亏损。忽略企业的短期波动，忽略宏观经济的影响是巴菲特的一大特色，因为企业的内在价值迟早会反映到股票价格上，只要对企业基本面的判断正确，随着企业的发展带来的价值提升必然会体现在股价上，这不是环境因素能改变的。

巴菲特理论精华

巴菲特的投资策略最重要的一些原则包括安全边际原则、企业原则、集中持股原则、长期投资原则。可以用八个字概括巴菲特的策略：好股好价，长期持有。

安全边际原则是价值投资的基石之一，巴菲特把安全边际的地位放在很高的位置。安全边际原则简单而言就是以大大低于内在价值的价格买入股票，通俗地说就是以四毛钱的价格买入一块钱的东西。

企业原则就是投资股票时把自己当成企业的拥有者，而不是简单地买卖股票。按照巴菲特的说法，购买一个企业的一部分和全面收购企业基本没有区别，从产业资本的角度思考投资。他对投资标的提出了以下要求：

1. 企业简单易于理解，有稳定的经营历史。
2. 企业具有良好的发展前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

3. 经营者理性诚实，把股东利益放在第一位。

4. 具有较高的净资产收益率，而不只有利润增长。

5. 较高的毛利率。

6. 对于保留的每一块盈余都要为公司创造至少一块钱的市场价值。

7. 企业的价格对内在价值具有显著的折扣。

许多价值投资者对巴菲特理论耳熟能详，但巴菲特理论的关注点在于企业成长的本质，与流于表面化的传统观点有较大的区别，所以即使是很多坚定的价值投资者也不能透彻地理解巴氏理论的实质。实践过程中巴式理论最有价值的几个核心部分常常被忽略，而它们却是巴式理论最有价值的部分。

特许经营权

巴菲特对企业研究最重要的贡献是发现了特许经营权，拥有特许经营权的企业具有明显的竞争优势，具有更强的稳定性和可持续发展能力，大大提高了为股东创造高额回报的概率。

特许经营权可以是选择投资标的的首要条件，拥有特许经营权相当于增加了一层强大的安全边际保护。具有特许经营权的公司没有或者几乎没有竞争对手，经营环境宽松，没有比较接近的替代产品，具有自主的定价能力，这样的企业能不赚钱吗？这类企业通常毛利率特别高，发展稳定且可持续性强，基本面变坏的概率远小于普通企业，只要具有一定的成长性就能成为很好的投资对象。

特许经营权并非是成为优秀企业的必要条件，但拥有特许经营权的企业大部分是优秀的投资标的。实践中特许经营权仅仅成为投资者选择股票后描述企业优势的理由之一，而不是选股的先决条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

净资产收益率

净资产收益率反映企业为股东创造价值的能力，类似于资本的投资回报率。从净资产收益率可以看出企业资产的运作效率。如果净资产收益率很低的话，从投资的本质上讲股东应该更愿意把资产投资到债券或者房产等能产生稳定收益的资产中。大部分的投资者更愿意盯着净利润增长率，机构的研究报告也是喜欢罗列和分析预测净利润增长率的情况，而极少分析净资产收益率对投资收益的影响。实际上净资产收益率才是反映企业经营状况最本质的指标。

资产负债率

巴菲特更喜欢负债率不高的企业，资产负债率过高是风险的来源之一。当企业负债水平偏高时，我们就要引起重视。具体问题具体分析，我们通过分析企业负债的结构和支付能力判断风险的高低。不同行业有不同的标准，若高负债能持续为股东创造高回报，而且支付风险不高也可能是好事情。负债水平太低也不见得就一定是好现象，有可能是公司缺乏进取心或者利用再投资创造价值能力低下的表现，这样的公司不能使股东权益最大化，不一定是好的投资对象。

现金流

公司的价值等于公司未来自由现金流量的折现值之总和，所以现金流是巴菲特最关注的指标之一，持续产生大量现金流也是好企业的标准之一。现金流一定程度上反映了企业运作的健康状况，现金流持续较差的公司可能存在经营上的问题，通过观察现金流有可能发掘出隐藏在良好财务数据下的潜在风险。对某些特殊行业或阶段来说，现金流较差是企业高速扩张所致，属于正常现象，应该区别对待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

找出企业成长的内因，成为好企业的主人

我们关心的不应该只是财务数据本身，分析数据背后的事实才具有实际意义。许多投资人热衷于投资业绩短期爆发的所谓黑马股，不具核心竞争力依靠阶段性外部因素形成的成长是不可持续的，只有清楚了解企业的竞争优势所在和找出形成竞争优势的内因，才能真正发现可持续发展的好企业。一旦发现这种企业，就应该以企业主的心态进行投资。

长期投资

长期投资是最为大众所熟悉的巴式理论术语之一，但即使是崇尚价值投资的长期持股者实际上大部分也还是停留在阶段性投资的层面，特别是机构投资者，能跨越市场周期真正做到巴氏长期持股的投资者寥寥可数。巴氏长期投资的含义已经被周期较长的波段操作所替代，投资者已经忘记巴氏理论中长期投资的原意："如果你没有持有一种股票 10 年的准备，那么连 10 分钟都不要持有这种股票。"现阶段市场中的绝大部分长期投资并非真正意义上的长期投资。

选股的首要条件——特许经营权

巴菲特从喜诗糖果发现特许经营权的强大魅力后，就把特许经营权作为重要的选股条件之一。虽然巴菲特也投资过许多其他股票，但只要简单对投资的比重进行统计，就不难发现他绝大部分的获利是通过长期持有数只超级明星股获得的，这些超级明星股无一例外地拥有一定的特许经营权，并且多数是消费垄断型企业，其他数十笔的小投资只占投资总额很小的一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

为什么垄断产生高额利润呢？首先搞清楚垄断的定义，垄断是指在生产和资本集中高度发展的基础上，一个或几个大企业对相应部门生产和销售的独占或联合控制。垄断者在市场上，能够比较容易调节价格与产量。垄断一般分为资源垄断、行政垄断、技术垄断、品牌垄断等，其中品牌垄断的稳定性和可持续性高于前三者。

行政垄断一般由于政府的价格管制难以产生很高的超额利润，而且通常成长性较低。地铁是较典型的行政垄断，但世界地铁企业经营普遍艰难，很多地铁公司基本上长期处于亏损中。香港地铁是世界城市地铁经营状况最佳的企业，但也曾经出现过大幅亏损，上海的申通地铁近几年持续经营利润几乎没有增长，深圳地铁更是预计未来五年亏损 220 亿元。

资源垄断一般难以形成绝对的垄断，因为价格常常受其他因素的影响，例如，国际市场供需的变化影响价格产生大幅波动。近两年被大幅炒作的稀土行业其实盈利状况一直不佳，中国稀土资源占世界的半壁江山，国内稀土份额也被几大企业占据，然而由于供求关系和开采不当，稀土行业大部分企业却处于微利甚至持续亏损的状态。即便是垄断竞争态势非常明显的钾肥行业，也经历过由于国际供需变化和期货价格波动而产生的产品价格大幅下跌的过程，相应地生产企业股价也出现了大幅波动。

技术垄断最易变，而且一旦替代者出现，原有技术拥有者面临的可能是毁灭性的打击。柯达公司曾经是照相行业的代名词，柯达与富士垄断了整个胶卷行业，然而数码相机的出现使柯达公司遭受毁灭性的打击，业绩一落千丈。声音影像储存介质从 20 世纪 60 年代磁带的发明开始，短短 50 年经历了可录磁带、录像带、CD、VCD、DVD 以及其他数种新技术的更新，每一次新技术的出现便意味着旧技术被淘汰或市场份额下降。这种技术替代在 IT 行业更加明显，速度更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

品牌垄断的可持续发展能力和稳定性最高，强势品牌垄断一旦形成，垄断地位很难被撼动，而且可能获得极高的垄断利润。品牌垄断即使其垄断经济特性发生衰退，也是一个渐变、漫长的过程。国外的箭牌、喜诗糖果、家乐氏、LV、香奈儿，国内的张裕、茅台、东阿阿胶、云南白药、马应龙，等等，这些品牌垄断性企业持续获得很高的利润，且多保持了数十年的稳定发展。

品牌垄断持续获取超额利润的能力和稳定性为投资提供了一个坚固的保护伞，投资者长期持有这类企业在获得持续稳定的高额回报的同时大大地回避了风险。一般性企业由于没有垄断壁垒的保护，更不稳定，更易变。千变万化的市场环境和复杂的企业经营情况使投资者不但要不断地对企业基本面进行判断，而且判别难度更高，投资的成败更依赖投资者的个人能力。如果企业基本面发生突变，即使最优秀的投资者也可能没有足够的应变时间从而造成重大损失。既然垄断为我们提供超额利润的同时还能大大降低风险，为什么还要冒险选择一般性的企业呢？

巴菲特理论不需要被优化

许多价值投资者在操作过程中，都会对巴菲特理论进行或多或少的修改，打一个折扣。这么做很多时候会导致误入歧途，降低综合绩效。

“巴菲特并不是一切价值投资终极真理的化身。”“一切以巴菲特的说法去做的人，理解要执行，不理解也要执行，这种做法肯定能成功，而且会比大多数人做得好。”这两个观点都正确。但是我们是否要对巴菲特理论进行优化？许多价值投资者在操作过程中，都会对巴菲特理论进行或多或少的修改，打一个折扣。这么做很多时候会导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

误入歧途，降低综合绩效。

能否优化主要考虑以下三点：

第一，巴菲特理论是否有大的改善空间？

第二，我们真的有能力优化巴菲特的理论吗？

第三，修改操作策略的风险有多高？

美国两百年证券史的积累和巴菲特数十年的潜心实践研究，加上他渊博的知识、睿智的思维，可以说巴菲特理论已经达到了相当的高度。巴菲特原则性的理论揭示了投资的本质，股票长期的价格取决于企业的内在价值，好公司就有好价格，这基本上就是终极真理。可以优化的只能是具体操作中的某些细节，而且可改善的空间也不会太大。

中国拥有巴菲特大部分能力的投资者也许风毛麟角，能与之比肩的可能还没出现。那么，巴菲特没做到的事情我们可以做到吗？有可能，但概率微乎其微。美国几十年来希望超越巴菲特的天才不计其数，高智商、高学历的大有人在，没有听说过有突破性的成果。可见做能力圈范围内的事才是最正确的。

优化过程需要大量的时间，不断实践反复纠正。差之毫厘，谬以千里，一点点操作策略的偏差就可能会带来巨大的损失，而且错误可能使我们离正确的方向越来越远。若花费十数年实践最后才发现自己是错误的，这种时间与金钱的成本将会是巨大的。如果已经知道巴菲特理论是很好的理论，何必冒大的风险去争取也许只是一点点的改进呢？

不能因为存在暴利机会就投资高风险的标的，否则权证、垃圾股也会纳入我们的投资范围。不但巴菲特没有对高科技和风险投资做出贡献，林奇也是技术恐惧者，若高科技企业的风险是可控的，以两位大师的才智，不应该都对技术类股票避而远之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

其实，高科技的高风险是毋庸置疑的，科技企业本身和其生存环境是一个巨大的系统，企业发展过程中将涉及众多瞬息万变的变量。科技行业的易变性和发展跳跃式的特性，使企业的未来基本上不可预测，更不是一般投资者的能力圈范围可以控制的。因此，试图掌握科技企业的未来发展趋势进行长期投资基本是徒劳的。基于诸多不可测因素的博弈与投机相差无几，所以高科技企业不应该成为长期价值投资者的投资标的。

对于普通投资者和大部分的机构投资者，能真正领会并执行巴菲特理论已经十分难得。不断追求真理是正确的，不断拓展新的知识领域也是有益的。但我认为探求过程中应该是理论上的探讨，加上少量的实践验证，而不应该纳入主要投资策略中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第四章

投资也能很简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

投资最原始、最根本的目的被忘记了：通过企业的经营获取利润。其实，如果能把股票投资看成生意，忽略股票市场的存在，排除股价波动的干扰，从实业的角度去审视企业，一切会变得豁然开朗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

股票投资需要战略性思维

摒弃一叶障目的思维方式，培养战略性思维是通往成功道路的垫脚石。

视野决定成就，思想力决定行动力。思想有多远，就能走多远，高瞻远瞩才能成为最终的胜者。把眼光放远一点，很多问题会迎刃而解，犹豫不决也会变得豁然开朗。

以史为鉴，智慧传承，通过先人的教训获取正确的思想。研究全球范围内几百年的经济历史，熟悉人类经济运动起伏的发展背景和规律，才能感受到经济大潮的脉搏。无论在哪个国家，股票市场和企业内在发展规律都是基本相同的，不同的是经济运行环境和企业的具体情况。找出这些规律，就能根据具体情况对股票作出正确的判断。

西方资本市场发展史中最有价值的是行业的发展规律，找出西方行业的发展轨迹，对推断中国企业的发展方向有很强的指导意义。例如，如果投资者在苏宁电器上市前研究过百思买的发展历程，相信很容易对苏宁电器作出正确的判断。虽然具体国情不同，经济发展阶段也不同，但只要我们仔细分析一些细节，就能作出正确推断。

比如我们可以研究一下世界网络神话、美国生物技术狂潮、美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

20 世纪 70 年代大熊市、日本 80 年代狂牛和 90 年代超级熊市、中国 1996 年大牛市；也可以研究巴菲特、林奇，甚至是索罗斯的失败；还可以研究个股历史数据、各国行业发展历程，比如万科 1995 年的狂跌和随后的疯涨，可口可乐的百年史，银广夏、东方电子、蓝田股份……博古通今，洋为中用，历史总会给予我们很多启迪。

历史可以给人智慧，给你一个制高点。只有站在历史的高度，才有可能理解罗杰斯根据供求关系判定商品牛市的大周期，才有可能明白巴菲特为什么能忍受孤独寂寞，选择在 1969 年离开市场，才有可能知道日本经济泡沫破灭的必然性，才有可能理解“快即是慢，慢即是快”的含义，才有可能理解“时间是好公司的朋友”。

把握全局，在事物表象以外进行抽象级别的思考，借鉴经验教训洞察事物的本质，从而发现事物的运动规律。大道至简，当我们站在战略的角度审视一些复杂的问题时，就会一目了然。战略性思维可以运用在投资的每一环节中，投资心态、交易操作、行业研究、选股策略都应该有战略性思维。缺乏大局观只能成为井底之蛙，盲人摸象，被事物的表象和局部迷惑，以错误的信息推断出错误的结果。

选择股票的时候很多人有“恐高症”，眼里只有高的股价绝对值，却不去研究企业美好的远景，发掘企业取得长期竞争优势的内因。他们更愿意选择周期性股票和阶段性高成长的企业，只盯着利润的短期快速增长，不以长远的眼光研究它们可能黯淡的未来。大部分投资者只关注利润增长率，不知道企业的长期价值取决于股东权益报酬率。

研究股票基本面时，应该全面考虑所有的基本因素，排除陷阱，然后从诸多表面因素中找出企业形成长期竞争优势的特质。不要只看到一些局部的有利因素，忽视可能致命的陷阱。也不能只盯着优秀的财务数据，而不去探求这些数据背后的成因，研究它是否具有可持续性。研究对象不但只是企业本身，还应该包括行业环境、行业远期发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

展趋势、竞争对手、潜在的进入者甚至包括整个产业链，研究的不应该是未来两三年，而是五年、十年甚至更远期。

心态不稳是大多数投资者最难以克服的弱点，心情随着飘忽不定的股价走势而大起大落，形成这种短视行为的原因就是缺乏战略性思维。做股票投资不要老想着如何在几天内赚取10%的利润，应该思索的是如何才能十年十倍。有了这种大局观，短期的波动就显得无关紧要了。如果一只股票的基本面能支持十年涨十倍，我们要做的就是盯着十年后的十倍利润，持续跟踪其基本面，然后就可以放心睡大觉了。其间何时涨20%，或何时跌10%与我何干？也就不会老想着利润最大化这种不可能的事，而会以十年的眼光看未来，该坚守的坚守，该放弃的放弃，该等待的等待。

战略性思维作为较高层次的综合性思维形式，需要有广博而深厚的知识结构，经济、历史、哲学、心理学等不同学科的知识都能成为战略性思维的基础。战略性思维能力不是与生俱来的，只有通过持续地学习，博览群书并在实践中不断总结、日积月累才能慢慢形成。摒弃一叶障目的思维方式，培养战略性思维是通往成功道路的垫脚石。

将投资股票看作一门生意

想清楚一些最基本的道理，投资可能会变得简单起来。

相对于市场外的股权交易，上市企业的估值模糊而困难，股价波动使短期股价成为购买者的关注点，投资主体被抛之脑后。资本市场对企业价值的放大作用，利润最大化和市场先生的喜怒无常使投资者被迷惑，股票投资脱离现实，实实在在的企业交易被虚幻成纯粹的数字游戏，股市变成博弈的赌场。

投资最原始、最根本的目的被忘记：通过企业的经营获取利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

其实，如果能把股票投资看成生意，忽略股票市场的存在，排除股价波动的干扰，从实业的角度去审视企业，一切会变得豁然开朗。

举一个最简单的例子：有两个饭店，甲饭店拥有厨艺卓越的厨师，位居商业闹市，有十几年的经营历史，每天顾客盈门，若投资100万元，每年可获得分红20万元（简化计算相当于净资产收益率ROE为20%。这么好的回报上哪找啊？住宅租赁回报只有5%左右，高风险的商铺投资回报10%已经很不错了），而且将来还能开分店，分红不断增加。乙饭店厨师手艺平平，地处偏僻，生意冷清，盈利微薄甚至有时还亏损（这种状况下，不管价格有多低也缺乏吸引力了）。两个饭店的老板都邀请你入股，你会选择哪一家？恐怕傻子也不会选错。甲饭店因为持续稳定的丰厚回报，股东的股权也不会轻易被卖出。

长期而言，股票投资的道理其实是一样的，只是获取股权的方式不同，许多人却被市场先生蒙蔽了双眼。想清楚这点，你就不会整天在不同的股票之间跳来跳去，或者追逐概念股、投机股的短期炒作，而是会选择最优秀的企业长期持有。

买入股票前，问一问自己：“这是最优秀的企业吗？如果这家企业没有上市，而仅仅是让我参股，我愿意投资吗？如果有能力，我愿意买下整个公司吗？”若答案是否定的，请放弃这只股票。当你在买入和持有感到困惑时，以生意的角度想想，会清晰很多。

获取超额利润

超额利润是指其他条件保持社会平均水平而获得超过市场平均正常利润的那部分利润，又称为纯粹利润或经济利润。获取超额利润的来源有以下几种：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

供不应求产生的超额利润

这种方式获得的超额利润最短暂，也最不稳定。自由竞争市场中供需会自动调节，当出现超额利润时，其他竞争者迅速加入，供需平衡很快恢复正常，超额利润消失。

周期性行业阶段性获得的超额利润就属于这种类型。景气度高峰来临时，需求急剧上升，萧条期大幅降低的产能使供需产生巨大落差，形成严重的供不应求。这时产品价格大幅上涨，销售火爆，企业获得远高于市场平均水平的超额利润。这种超额利润的获得是很脆弱、不可持续的，竞争者产能大幅扩张、景气度拐点的出现使超额利润迅速消失并可能形成亏损。驰宏锌锗等有色金属股票的风光将不会持续太久。

科技企业由于暂时的技术领先或创新也可能获得短期的超额利润。科技行业的特性使这种领先或创新很快被模仿、替代、超越，大量逐利资本的进入也使所有细分行业竞争异常激烈，微利成为常态，像微软这种能依靠技术垄断长期获得超额利润的企业凤毛麟角。前几年新能源产业方兴未艾，太阳能电池炙手可热，多晶硅作为太阳能光伏发电的主要原料，价格出现暴涨，从 2005 年的 30 多美元/公斤涨至 2008 年的近 500 美元/公斤。其间多晶硅生产企业获得了暴利，然而好景不长，在巨额利润的驱使下产业资本蜂拥而入，全球多晶硅的产能大幅度提高，仅在中国就有数十个城市打造光伏产业园，多个地方提出了打造千亿级光伏、多晶硅产业园的目标。但转眼至 2009 年多晶硅的价格就暴跌至 60 美元/公斤，仅中国的多晶硅产能就已超过全球需求的 2 倍，行业暴利一去不复返。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

成本领先战略

低成本较供不应求获得的超额利润更为稳固。而成本领先战略更依赖于优秀的企业管理层，对企业的规模、管理、制度、成本控制等方面都有着很高的要求。规模经济是这类企业最强有力的竞争优势，一旦这种优势被其他竞争者超越，超额利润很容易消失。优秀的最高管理层离去或者管理、成本控制出现问题，对超额利润的影响也很大。同时上述的这些优势也是很容易被竞争对手模仿、超越的，所形成的壁垒是脆弱的。

沃尔玛是成本领先战略的典范，1962 年沃尔玛的创始人山姆·沃尔顿在美国创立了第一家沃尔玛门店，2009 年沃尔玛全球营业收入高达 4000 亿美元，并多年蝉联世界 500 强的冠军宝座。沃尔玛能够取得今日的成就，其中一个重要原因就是成功地实施了成本领先战略。沃尔玛把节约开支的理念作为实施成本领先战略的最重要手段，将其物流运输系统作为实施成本领先战略的载体，利用卫星通信建立起高效的信息处理系统，形成强大的信息流、物流、资金流。采购方面直接从厂商进货，尽量减少存货；沃尔玛自己拥有车队，并利用全球定位系统管理，使车队始终处于高效运作状态；想尽一切办法降低销售成本和日常开支，减少人力成本，因此沃尔玛的商品价格始终保持在最低价格线上，利用成本优势打击竞争对手，扩大市场份额，最终获得超额利润。正是优秀的管理、庞大的规模、先进的信息系统、近于苛刻的成本控制，使沃尔玛持续获得成功，但对于人力成本的过度控制却使沃尔玛臭名昭著。

最稳固、最持久的超额利润来自于特许经营权

垄断、商誉、独占性建立起强大的壁垒，把新的竞争者挡在行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

之外，在行业内形成巨大的竞争优势，使同业难于超越。这种超额利润由于坚固壁垒的保护，所以是稳定并可持续的。拥有特许经营权的企业可以轻易地获得远超过市场平均水平的超额利润，甚至容许平庸的管理层的存在，而对超额利润影响甚微，即是那种“傻瓜都可以经营好的公司”。

拥有特许经营权的企业有几个种类，如行政垄断、品牌垄断、自然垄断等。其中拥有强大商誉的品牌垄断是最强大、最具成长性、最持久的垄断，投资者若希望获得超额利润，最好的方式就是投资于这类型的企业并长期持有。

茅台是通过特许经营权获得超额利润的杰出代表。茅台拥有悠久的历史，国酒的美誉，优秀的品质，在国人心中拥有无比崇高的地位。在其他白酒品牌还在进行激烈价格战的时候，茅台的零售价格节节高升，尽管持续提价仍然供不应求。其产品毛利率达到令人惊讶的90%以上，正是特许经营权所带来的超额利润。

寻找持续成长垄断型企业

巴菲特投资的大部分具有特许经营权的股票是生产消费型产品的企业。

中国的巴氏价值投资者就没有美国投资者那么幸运了。中国改革开放20多年，在日益高涨的全球化浪潮的冲击下，只有少数几个百年老店凭借历史的沉淀，形成强大商誉，从而在激烈的市场竞争中获得超额利润。

其他大部分消费品市场，充斥着欧美、日韩、台港等地的世界级名牌，可口可乐、高露洁、飘柔、立顿、箭牌、统一、康师傅……在各自领域独占鳌头。中国企业不要说形成强势垄断品牌，能生存就已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

经不错了。因此，中国股票市场要找到具有特许经营权、能形成行业壁垒并获得超额利润的企业真的十分困难。

茅台、张裕、云南白药是百年老店的杰出代表，如何好已不必多说了，绝对是投资首选。同仁堂、片仔癀、马应龙等老品牌由于市场容量或者自身经营管理等因素，个人觉得未必是最好的选择。

新的品牌中，伊利是其中的佼佼者，存在成为垄断型企业的可能。但是就现阶段而言，它离这个目标还十分遥远。对于伊利，市场竞争已经激烈到了白热化的程度，牛奶卖得比水还便宜，价格战一浪接一浪。伊利不但没有获得超额利润的能力，而且利润率逐年下降，净资产收益率低下，净利润增长率远赶不上营业收入的增长率。这一切都说明了伊利现在处于最激烈的自由竞争时期，并不是我们要找的垄断型企业。但这并不妨碍它将来可能成为这样的企业，如果它和蒙牛完成市场占有过程，形成双寡头垄断格局，那个时候它就是我们很好的投资标的了。

也许茅台也要面对市场容量有限或经营失误或其他不可预见的风险，当它们有一天不再值得持有时，还有什么样的股票可以持有呢？

其他领域也有持续成长的垄断型企业。海油工程是可遇而不可求的特殊垄断型企业，能形成这种垄断有很大的偶然性，母公司中海油是垄断型企业，海油工程又垄断了中海油所有工程业务。中国股市很难再找到类似的公司。随着中海油资本性的放缓，海油工程的持续成长也面临挑战。

苏宁电器是另一个不错的选择。随着百思买退出中国市场，家电零售连锁行业已经形成苏宁、国美双寡头垄断竞争格局，任何一方被消灭都不是容易的事。同时中国家电市场成长空间巨大，双方市场占有率不断上升，共同成长应该是大概率事件。零售连锁行业核心竞争力在于规模和效率，两方市场占有率相差不大，长期而言比的是效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

率，高效就是高利润。苏宁的SAP系统和区域物流中心大大地提升了效率。国美只顾规模扩张不注重内功修炼、兼并永乐的整合都是其将来的风险所在。

有人希望寻找中国沃尔玛式的零售连锁企业，我认为其可能性很小，中国的零售业竞争已经进入白热化程度，外资世界级的零售连锁企业也基本进入了中国，外商独资的已有100多家。某些区域性的零售连锁企业似乎活得不错，但那是暂时的。沃尔玛、家乐福等巨头的跑马圈地进入加速阶段，留给中国企业的空间只会越来越小。还是那句话，能生存已经不错。

并非所有垄断型企业都是好的投资对象，电力、煤炭、港口、机场、高速公路等公用事业价格受到严格的监控，盈利一般不会超过市场平均水平，市场相对比较稳定，很难持续增长。制造业中的中集集团和振华港机是另一种垄断，行业集中度很高，市场占有率很大，壁垒就是宏大的规模，行业的周期性和过高的市场占有率限制了它们的成长空间，它们虽然不是最优之选，但也还可以阶段性持有。

地产类中首推万科，万科的成功依靠的是规范的制度和优秀的管理者，这两个因素不能构成壁垒，也不能成为长期获得超额利润的源泉，房地产是明显的周期性行业。因此，尽管万科很优秀，但不是垄断型企业，并非价值投资者首选。

做确定性最高的事情

世界充满了不确定性，唯一不变的就是永远在变。但是事物运动过程中必然性有偶然性，偶然性中也包含了必然性。我们不可能绝对地确定事件变化过程的每一个细节，却可以在偶然性中寻找发生概率最高的必然性事件。自然规律使事物运动的一些结果是可以确定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

股票投资就是对一些大概率事件进行判断，并坚定不移地向高确定性结果迈进，而忽略期间不可预测的细节。

若一个人从城市的一个地点到另一个地点，可以走路、骑车，也可以坐公共汽车，时间可以是早上、下午，也可以是晚上，可以走不同的路线。我们不知道路程中的大部分细节，但能到达目的地这一点几乎是确定无疑的，除非发生交通事故或者突然遭遇袭击而身亡这种低概率事件。相似地，股票市场总体来看是杂乱无章的，个股短期的走势也是完全不确定的。不可能预测股票的短期价格走势，但我们能通过一些基本的信息，判断长期的大概率事件，然后等待最终结果的出现。

确定性对于股票投资是最好的安全边际。2005 年底茅台价格约为 24 元（向前复权后），基于茅台产能的持续增长、稳步的提价和销售市场的火爆，很容易计算出未来五年茅台的业绩将达到 3～5 元，预期市盈率只有 5～8 倍，那么这时候买入持有 5 年，显然可以获得丰厚的收益，这一点几乎可以说是确定的。而其间股价何时到 50 元，何时到 100 元已经不重要了。我们甚至可以把茅台比作年利率为 30% 以上的银行存款，只是利息发放的时间暂时还没有确定而已。

另一个高确定性的企业是云南白药。最近两年云南白药产品持续提价，云南白药牙膏依托老白药产品的竞争优势实施差异化竞争策略，产品销量持续提升，其建立在老产品功能基础上的疗效功能具有不可替代优势，未来持续增长是板上钉钉的事情。老产品在进入基本药物目录后，销量提升将更有保障，因此未来几年云南白药业绩成长十分确定，市场股价也真实地反映了这种确定性的溢价。

周期性和科技股票由于产业特性使它们无论是股票价格还是基本面都充满了不确定性，希望预测它们的未来，无疑是徒劳无功的。即使是中集集团、振华港机这些具有巨大竞争优势的企业，也会由于行业的整体衰退而存在着较大的不确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

一些竞争优势不是特别明显的企业，由于阶段性的行业机会而高速成长，其中也蕴含了大量的风险。近两年东方园林因为签订了巨额订单股价被爆炒，虽然有大量订单合同在手，但其实东方园林的确定性并不很高。未来实现这些合同还存在着一定的不确定因素，例如大量合同都是市政园林的订单，东方园林需要大量垫资，现在地方政府负债累累，能否还款以及多长时间能结清款项成为较大的未知数。另外由于扩张速度过快，经营、人员管理等各方面能否跟得上也是一个考验。即使能如期完成这些合同，由于成本构成较为复杂，能否保持稳定的盈利能力也未可知。如果估值时不考虑这些不确定因素和风险，则东方园林可能会被错误高估。

如果存在确定性高且能获得超额收益的投资对象，为什么我们还要冒险选择那些难以预测未来的周期性股票呢?

理解长期持股的本质

长期持股肯定不是盲目的，只有那些具有广阔的市场空间和处于成长期的股票才属于值得长期持有的标的。

即使真正伟大的企业也不可能一夜之间数倍成长，企业的价值需要时间进行慢慢地释放。很多人认为伟大的企业数量稀少，长期持有容易导致因对标的的误判而产生巨额亏损。其实长期持股是一个动态的过程，长期持股并非永远持股，也不是买入后就盲目不动，几乎没有任何企业值得永远持有，我们要做的只是在企业的成长期内尽量长时间地持股，充分享受企业发展带来的价值成长，持续的跟踪以及必要时作出动态调整，当基本面发生改变或者企业进入缓慢增长期甚至衰退期的时候，毫不犹豫地选择卖出。

远期的变化的确难以预测，但在不同阶段根据企业护城河的状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

以及市场未来的发展空间进行分步判断并不困难，长期持股是由一个又一个的中期决策与一段又一段的持股累积而成的。对企业的护城河有深入的认知并根据基本面动态调整投资策略，完全可以避免误判带来的长期损失。许多人用可口可乐的例子批驳长期持股，不要忘记长期持股的预设前提之一是企业的基本面保持优秀，长期持股应该是在企业的成长期，而不是缓慢增长期。包括可口可乐在内的许多美国大公司经过全球扩张的成长期后，进入了成熟期，成长性开始下降，成为缓慢增长型企业。这样企业的基本面实际已经发生了变化，当然不会有很好的回报，也不是最佳的投资标的。

因此，长期持有是一种结果而非目的，不能因为要长期而长期，本末倒置难免产生歧义，抛开估值和基本面空谈长期投资则更是以偏概全、断章取义。长期持股不是思维僵化，只是一种较优的获利手段，价值永远是衡量的标尺。此外以低估的价格买入股票后分享企业长期成长所带来的高回报，这种策略更适用于优质股票，而不适用于大多数股票。卖出与长期持有并不矛盾，只是要清楚卖出的依据。长期不一定要达到某一年限，而是长得足以让企业显现其价值，足以覆盖企业的高增长期，从而使投资者获得高效的回报。长期还与估值密切相关，过早的卖出很容易错失良机，若过度高估一直没有出现，就应该持股至企业基本面改变为止，而不应该随意做波段操作。但是只要出现价格远高于价值的情况，则无论持股 5 个月还是 5 年都应该卖出，这是很简单的逻辑。决定是否卖出的不是持股时间的长短，而是价格与价值之间的关系。价值的兑现是一个漫长的过程，同时过度高估并不经常出现，客观上就导致了长期持股的结果。

清楚了长期持股的本质就很容易解读 2008 年的大幅下跌与长期持有之间的矛盾。2007 年的过度上涨导致股价过度高估，卖出应该是正确的选择。没有卖出优质股票而阶段性降低了回报率（对于优质股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

票，这并非长期总回报的决定性因素），并非长期投资策略有问题，而是误读和误用导致的结果。其他股票大幅亏损的原因也并非长期投资策略，而是这些企业根本不适宜长期持股。

大师们的经验也为长期投资策略提供了强有力的实践支撑。以长期持股著称的巴菲特自不用说，投资者眼中的波段操作高手彼得·林奇其实也是长期持股的坚定拥护者，其动态调整持股结构更多是因为共同基金运作的需要，很多主要投资以及十倍股持股都是以数年计，离开麦哲伦基金后林奇进一步强化了其长期投资理念。人们常常把另一位投资大师罗杰斯与投机联系起来，实际上在管理量子基金期间，他的大部分股票投资持股时间远超过一年，绝非人们想象中的中短期波段炒作。离开量子基金后他更是把长期投资发挥得淋漓尽致，1999年开始买入的中国股票至今一股未卖就是强有力的证据。

历史是最好的老师，使用不当却把失败归咎于长期投资策略显然是不明智的，未来将继续证明长期持股仍然是最佳的投资策略。

波段操作与投机

投机是基于市场趋势和投资者情绪的博弈，价值投资中的波段操作是基于市场趋势、股价高估程度和业绩预估的博弈。波段操作中对市场趋势和股价高估程度的博弈其实与投机相同，不同的只是博弈周期的长短。前者基于中长期投资策略使决策的周期被拉长，时间跨度可能是几个月或两三年。后者的周期很短，以天为计算单位。从足够长的投资周期角度来看，两者本质是一样的。这里阶段性投资是指不能明显确定已经过度高估而做出的一种操作行为。

无论是投机，还是波段操作，投资者都不可能准确地把握买卖的时机。对于高估范围的判断，DCF估值误差较大，基本没有具体的指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

导意义。对不同市场、不同阶段、不同行业、不同企业、不同投资者，高估的范围有不同的定义。高估是一个十分模糊的概念，其范围的确定没有统一的、确切的、量化的基准，只能依据投资者的主观判断。当投资者认为股价已经高估时，股价也许还会出现远超所有人想象的更高估值，价值投资者很难判断真正的高估区域在哪里，从而做出准确的波段操作。同样地，对业绩的主观判断也存在着很大的不确定性，优质的企业总是能给予投资者意外惊喜，基于中短业绩预测值的波段操作，面临低估业绩而作出错误选择的风险。苏宁电器是比较典型的例子，连续几年 100% 的利润增长率，几乎每次都超越市场最乐观的业绩预测，2010 年一季度更是达到远超所有投资者想象的 200% 的利润增长率。另一成长典范茅台也同样常常出乎意料地带给投资者意外的惊喜。

最后一点，众所周知市场趋势是无法预测的。

价值投资中的波段操作与投机都是基于主观预测的一种博弈，当投资对象基本面没有出现变化同时过度高估不是特别明显时，波段操作变成一种广义上的投机行为，投资者面临的风险较纯粹的投机要低，以价值投资为基础从而使发生亏损的可能性很小，风险主要来自于踏空。

由于长期而言价格趋同于价值，中短期价格呈现无序状态，而判断是否高估的基准——价值也是动态变化的。因此，除非是极端的情况，否则它们之间中短期相对高低的无序性类似于短期股价的波动，预测难度是十分高的。为了躲避中短期的非理性股价，很可能连带企业成长带来的合理利润也丢掉，这种成长利润往往远高于差价。这种格林厄姆式的操作模式也可以获得不错的回报，但长期投资回报逊于长期持股是大概率事件。如果频繁地进行这种操作，客观效果虽然比追涨杀跌好许多，而实质却存在相似之处，尽管两者判断的基础不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

同——前者基于价值，后者基于市场价格。这种操作越频繁则长期回报越趋于平庸。

投资者可能会提到可口可乐近年表现疲软以及20世纪70年代漂亮五十的例子。可口可乐近十年调整的主要原因是增长缓慢，盈利的成长不能有效支撑股价。漂亮五十在70年代初期经历了一场惊心动魄的下跌，但最后真正倒下的只有像宝丽莱那样基本面出现转折的公司。那些真正优秀的企业从最高点算起的平均最大跌幅约为50%，其中菲利普莫里斯48%、宝洁43%、强生45%、麦当劳65%等，这些股票股价经历低谷后不断创出新高，并在随后的二三十年持续带给投资者优异的回报。Jerermy J. Siegel在其证券史名著《股史风云话投资》中这样描述漂亮五十："在1972年股票购买狂潮中，漂亮五十股被高估了吗？是的，但是只高估了一点点。在市场高点购买漂亮五十股票组合的回报率要高于标准普尔500指数的税后收益率。由于他们的股价由未来的收益来保证，很多股票主要是高级别的股票内在价值远高于投资者愿意支付的价格。在1972年12月高点时购买漂亮五十股票还是很值得的。"漂亮五十的那次下跌被国内媒体过度渲染和曲解了，这也许与他们偏重关注由于基本面出现巨变导致倒闭或表现很差的宝丽莱和雅芳等少数几只股票相关。当然，这次下跌还是可以成为安全边际的好教材。

某种程度上波段操作可以简称为价值投机，以价值为基础的投机行为。基于利润最大化和尽力躲避得而复失的思维，绝大多数价值投资者都乐于进行价值投机。数次博弈中可能有正确的时候，能获得些许的差价。但与纯粹的投机相类似，价值投机的成功率不会很高，最终总的结果往往得不偿失——或者以更高的价格买回，或者永远失去投资伟大的企业的机会，得了芝麻而丢了西瓜。某次判断失误，错过的可能是这些伟大企业随后几十年的大牛市。因此如果不是特别明显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

地过度高估，持股仍然是最优的策略。

包括许多坚定的价值投资者在这个问题上都感到迷茫，自己没有足够多的经验检验这种投资方式是较好的。其实感到困惑时最好的解决之道就是参照大师们的做法。自作聪明地寻找捷径，最后找到的可能是迂回曲折的艰难之路。巴菲特的长期持股策略是：没有任何时间适合将优秀的企业脱手。巴菲特的老师费雪持有同样的态度：如果当初买进股票的时候，事情做得很正确……则卖出时机几乎永远不会来。

2007 年著名私募人士赵××在股票价格处于普通高估的情况下过早地卖出了所有股票，这种投资策略可以说就是波段操作，股票价格仅仅轻度超越价值就选择卖出，造成了他后来的大范围踏空，错失优质股票成长带来的利润。虽然中短期看部分利润是因为市场的非理性而带来的，但对于优质股票高估可能持续较长的时间，股价高估部分也许不需要股价的下跌也可以被成长所抹平，使这些非理性部分的利润变得合理，普通的高估以几年的周期来看也可能是能够接受的。经过 2007 年的大幅上涨和 2008 年的大幅下跌后，赵××并没有能在市场最低谷的时候重归市场，这也是卖出的另一个隐患：即使你波段操作的卖出是正确的，你也不能保证及时买回来。实际上 2010 年前他都没有回归 A 股，这时绝大部分优质企业的股价都已经远远高于他卖出时的价格。

许多价值投资者以巴菲特历史上仅有的一次清仓作为阶段性卖出的有力依据，事实上巴菲特的这次行为未必是高估的原因，之后巴菲特从未再空仓足可以佐证。那次卖出的原因可能是投资经营模式的转型，也可能是巴菲特的投资风格在持续改善。巴菲特曾说过：“我最喜欢持有的一只股票的时间期限是：永远。”虽然他们实际操作未必真的完全按照这样做，但也足以表明他对卖出的谨慎态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

由于投资者对企业的盈利和估值很可能存在认知的偏差，所以要在明显过度高估时才能考虑卖出优质股票，这与买入需要安全边际是一样的逻辑。

正确看待安全边际

将安全边际作为买入股票的两大因素之一，无疑很重要。但如果把安全边际作为判别风险的唯一依据却是错误的，因为安全边际既是模糊的，也是动态的。

基本面一般的企业即使看起来拥有很高的静态安全边际，也可能带来巨大的亏损。这种表面的安全边际可能是虚假的、短暂的。由于市场中短期的无效性，即使是两三年的动态安全边际也不是足够的。举个例子，熊市中一个企业连续 3 年盈利增长，第 4 年发生亏损，盈利增长可能并不能及时反映到股价上，第 4 年基本面的恶化反而导致股价下跌。这就是为什么巴菲特选股要看 5 年、10 年以上的原因。

差的企业状况容易变得更差，买入这种股票后，基本面存在迅速变坏的可能，投资者也许还来不及反应，原来账面拥有的高安全边际很快消失，甚至成为高估，股价随之大幅下跌。另一种情况是基本面缓慢转坏，安全边际慢慢减少，由于投资者认为安全边际仍然存在，继续持有，股价缓慢下降。随着基本面的持续恶化，最后安全边际完全消失并成为高估，投资者意识到时重大亏损已经发生。这是典型的“温水煮青蛙”。

依靠非经常性收益致使业绩突然提高的股票或者科技股容易出现第一种情况。业绩稳定性极差，忽高忽低，上蹿下跳。盈利爆发性提高时市盈率很低，看起来低估，随即业绩暴跌甚至亏损，几倍的市盈率突然变成数十数百倍，低估迅速变成高估。当年科技股泡沫后绩优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

科技股瞬间沦为亏损者比比皆是，股价跌去九成以上者也不少见。

1999 年清华同方曾经是高科技股票的一面旗帜，刚上市的两三年间业绩高速增长，股价扶摇直上，1999 年中，两个月内从 20 多元上涨至近 70 元，翻了 3 倍，当时的清华同方号称科研成果的产业化孵化器。公司拥有的大型集装箱检查系统被描绘成尖端技术，国内与海关签署了大量合同，同时在澳大利亚、伊朗、阿联酋、挪威、斯洛伐克等多个国家中标和取得新的订单，成为世界上最大的集装箱检查系统专业供货商，市场前景似乎一片灿烂。此外清华同方在信息产业领域四处出击，应用信息系统、计算机系统、数字与宽带、教育资讯都有大型的项目，在能源环境产业领域开发中央空调、户式中央空调、燃气中央空调、蓄能空调、空气净化等多种技术和模式领先的产品。清华同方的前景令投资者浮想联翩，正当投资者幻想清华同方的美妙前景的时候，2002 年清华同方却业绩大滑坡，利润同比下跌近 40%，股价也像泄气的气球一样从最高近 50 元（除权）两年内暴跌至 20 元，随后几年清华同方利润几乎原地不动，股价最低跌至 7.7 元，跌去 80% 多。

依靠股票投资收益获得盈利爆发性增长的企业也可能出现这种情况，中国平安因为资本市场牛市而业绩高增长，一旦这种收益消失，原来看似合理的估值将有很大下跌空间，保险业务的增长益不能支撑原来的估值。2007 年大牛市中国平安投资收益高达 581 亿元，而 2008 年大熊市中国平安投资收益 257 亿元，不到 2007 年的一半。其间中国平安还以 238.74 亿元购入富通集团 1.21 亿股股份，至 2008 年底富通股价跌至不到 1 欧元，平安所持的富通股份市值只余 1.03 亿欧元，亏损额 230 亿元。巨额的投资亏损使当年平安的净利润同比大幅下降 93%，平安股价从 2007 年底最高的 149 元暴跌至 2008 年底的 19.9 元，跌幅近 90%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第二种情况比较典型的是周期性股票，例如现在的证券行业。景气度高峰期时，盈利大增，市盈率很低。这时是最具欺骗性的，投资者往往认为安全边际很高而买入。然而随着行业景气度的滑落，低市盈率虽然仍然持续，但股价却不断滑落，最后景气度低谷时，投资者已经不知不觉损失巨大。中信证券是中国证券业的龙头企业，2006年、2007年两年中国大牛市为中信证券带来巨额的利润，收益来自两方面，资本市场的快速扩张和股民数量的增长使成交量呈现出跳跃式的增长，股票市场的火爆也让中信证券的自营业务获得很高的投资收益。2007年中信证券的利润增长率高达408%，股价也在两年时间内上涨了20多倍。2007年每股收益高达4元，即使以最高价计算市盈率也只有20多倍，当时很多投资者被之前的巨幅涨幅所诱惑，并认为市盈率不高，股价仍有上涨空间。结果恰恰相反，2007年高点后中信证券便开始了自由落体式的下跌，从最高近120元跌落至30元，跌幅近80%。

片面地只考虑安全边际而忽视基本面情况远期变化趋势，反而是不安全的。最为安全稳健的投资策略是以安全边际为前提，买就买最好的，其他股票即使静态安全边际再高也放弃。

按以上逻辑反向推导可以得出另一个结论：对优秀企业而言，低安全边际盈利概率仍然很高。

关于反方向的安全边际

坚定的价值投资者面对下跌的煎熬应付自如，但高估时是否卖出这个问题却困扰着很多人。若坚持任何时候都持有股票，可能面临很大的时间和机会成本的损失。最典型的一个例子是可口可乐，1999年峰值时市盈率68倍，根据可口可乐的增长率很容易得出结论，要回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

到合理的20倍市盈率，至少要5年以上的时间。巴菲特选择了持有，结果7年过去了，股价由峰值的100美元跌到现在的48美元，其间的时间和机会成本损失不可谓不大。国内也有相似的例子，云南白药2001年股价峰值为24.7元，市盈率为67倍，两年后跌至13.6元，到2005年才回到2001年的股价峰值。而如果选择在高估的时候卖出，却面临着另一个问题，就是估值本身是模糊的，选择何时卖出股票也是一个很难量化的问题，因此仿照买入的安全边际设定卖出的安全区域也许是一个解决之道。

设定一个关于高估的安全边际，当股票价值与价格相比被高估足够大的程度时减持股票，这个安全边际确保我们减持股票后能在更低的价格重新买入股票。例如，设定过度高估的市盈率范围（如高于60倍以上），当市盈率高于这个范围时，根据企业成长性，能确认市盈率重新回到合理范围（如20倍以下）需要很长时间（如三年、五年）时，对股票作出减持。又或者以DCF估值为标准进行设定。反向安全边际与普通意义的安全边际本质上是一样的，目标都是以相对安全的价格持有优秀股票，区别在于两者发生在投资过程中的不同时间节点。两者都存在错过优质股票的风险。

从两个角度比较这种风险产生的概率。普通意义的安全边际只需作一次的判断，超长期而言反向安全边际可能会有数次的抉择，数次的决定意味着数倍的风险，多次买卖股票存在着使心态变浮躁而作出错误判断的风险，从这个角度来说反向安全边际的风险大于普通意义的安全边际。

若把股票价格定义为低估、合理、高估三个区域，普通意义的安全边际目标是股价由合理或者高估区域回落至低估区域，反向安全边际目标则是由高估区域回落到合理区域，从这个角度来说反向安全边际错过优质股票的风险反而比较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

在 2005 年的致股东信中，巴菲特自责道："从我们最早买进这些股票后，随着市盈率的增加，对这些公司的估值增长超过了它们收益的增长。有时这种分歧相当之大，在互联网泡沫时期，市值的增长远远超过了业务的增长。在泡沫期间我对令人头晕目眩的价格啧啧称奇，却没有付诸行动。尽管我当时声称我们有些股票的价格超过了价值，却低估了过度估值的程度——在该行动的时候我却只是夸夸其谈。"

2006 年、2007 年是一次令人叹为观止的大牛市，过度的上涨使绝大部分的股票被大大地高估了。贵州茅台市盈率峰值达到吓人的 100 多倍，东阿阿胶 93 倍，云南白药 70 多倍；万科市净率 12 倍，中信证券市净率 29 倍，驰宏锌锗市净率 25 倍，其他很多股票的市净率和市盈率都远远超过常态。这个时候如果我们根据反向的安全边际，应该能够比较轻易地得出卖出的结论。而事后也证明如果那时候卖出，大部分的股票将能以五折甚至两折的价格买回来。

定性分析与定量分析

定性分析与定量分析不可断然分割，两者相辅相成，但又以定性分析更为重要。定性分析往往比定量分析更具可行性和指导意义，定性分析属于战略，而定量分析更多的是研究细节，定性分析中也包含了一定的定量分析，但并不以定量分析作为主要判断依据。战略是对竞争整体性、长远性、基本性的谋划，是确定行动的方向性指引。无论行业还是企业的分析，战略才是决定成败的因素，而细节只是迈向成功的催化剂，或者是战术性工具。就比如赛跑，如果一开始就偏离了跑道方向错误，那么无论起跑多么迅速，速度多么快，只能离目标越来越远，永远到不了终点，更不可能获得冠军；如果方向正确，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

后到达终点是必然的，剩下的只是快慢的问题。

研究一个行业的发展趋势，可以通过与国外成熟市场以类比判断行业所处的发展阶段，再根据中国的实际情况与国外的历史轨迹大致预测行业的发展趋势，当中会涉及一些量化的东西，但主要的还是大的宏观的因素。至于行业增长率多少、最终的具体容量是多少等定量分析就属于细节性的分析，其计算精度有限，只能是对定性分析的补充。

企业分析也是同样的道理。一个企业是否具备核心竞争优势是最重要的，它在行业中的地位、竞争对手的强弱、潜在新增竞争对手等定性因素已经基本决定了企业的长期发展趋势，未来的利润增长率、净资产收益率等定量因素只是这些定性因素所导致的一个结果，掌握了企业的整体发展趋势后，就基本可以清楚企业未来的前景，而每一年的具体情况，经营业绩的起起落落已经不是那么重要。当然判断企业的竞争优势过程中，可以利用企业的财务数据加以印证。竞争优势强大的企业一般都具有业绩稳定、高 ROE、低负债率等特征，这些都可以对定性分析的结果形成验证。

茅台强大的品牌、超高的毛利率、超高的净资产、巨额的预收账款、火爆的销售市场，根据这些因素不需精确的计算，已经可以判断茅台是具有强大竞争优势的企业，再根据高端白酒占比持续提高、消费升级、中国国力持续提升、茅台产能稳步增长等因素，足以预测茅台的未来，这就是“模糊的正确”。

巴菲特也曾经说过能在很短的时间内决定一个投资，而且说如果要经过复杂计算才能决策的投资不会是一个很好的投资。巴菲特在数十年的投资生涯中积累了大量的经验和知识，只要知道企业的一些基本情况和大致的数据，就能通过定性分析判断出这个企业是否具有竞争优势，是否具有长期发展能力，从而得出结论，投资中石油他就只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

是简单阅读年报后进行的决策。查理·芒格曾经在股东大会中这样谈论巴菲特："我从未见他在办公室用计算器计算企业价值。"

如果投资过程中过分依赖定量分析，把结论建立在一系列不确定和静态数据的基础上，忽略对企业竞争优势和行业发展大趋势的研究，对投资的指导意义不大，甚至会产生误导。分析企业时如果陷入过度的定量研究，很可能会导致怀疑一切，看不清大方向，得不到有实际意义的结论。如果大方向错误，那么无论基本面分析的细节做得如何细致，都不会有令人满意的投资收益。深入细致地了解企业相关信息，持续跟踪基本面的变化是正确的，但如果胡子眉毛一把抓，不能发掘出主要矛盾，则容易被海量的信息所淹没，受困于信息迷阵。只有透过现象看本质，着眼于企业的核心竞争力和行业发展趋势，再通过关键数据和基本面细节加以验证，才能比较容易地发现真正优秀的投资标的。

定量分析通常更多地用在估值方面，通过定性分析确定投资目标后计算企业的内在价值，确定安全边际后才能买入。估值通常建立在一系列预测数据和假设的基础上，往往带有过度乐观的色彩，而且竞争激烈的行业连上市公司管理层都很难对市场进行预测，所以一定要持保守谨慎的态度。

定性分析并非泛泛而谈，而是全面分析股票所有基本财务指标，综合基本面相关信息，结合行业背景，最后作出推断，并且持续不断跟踪基本面变化。定量分析主要是通过历史数据的研究对企业未来发展进行预测，定量分析对那些稳定的企业比较有效，而其他竞争激烈的行业由于变幻莫测，很多参数的预测常与实际差异巨大，计算结果指导不高，反而定性分析的结果更有价值。

定性分析解决的是原则性问题，就是股票是否值得长期投资。定量分析在定性分析过程中起辅助作用，并在选出企业后解决安全边际的问题，大概估算出企业内在价值，选择安全的买入点。追求细节的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

同时要懂得抓住主要矛盾，主要矛盾才是成败的决定性因素。

什么时候才应该重锤出击

很多投资者选择投资机会时常常只盯着潜在收益而忽略了获胜概率和潜在亏损。资产配置是一个根据潜在收益、可能发生的亏损以及获胜概率综合权衡后对资产投向进行正确分配的过程，过度关注任何一方面而忽略其他因素都难以长期持续地获得良好的投资回报。巴菲特认为资产配置是企业经营管理者最重要的能力，对于股票投资者资产配置更是获利的最关键因素之一。

什么机会才值得下重注，凯利优化模式的公式提供了一个简单而行之有效的风险控制思维模式：$2P-1=X$。P 代表获胜概率，X 代表下注资金的百分比，即应下注资金的百分比等于获胜概率的 2 倍减去 1。凯利公式计算结果提供的是一个风险控制上限，具体投入比例还要考虑潜在收益率和投资者的风险承受能力。

潜在收益率低的投资机会可以在凯利公式计算结果的基础上调整投入比例，一个获胜概率达到 90% 但收益率只有 4% 的机会不值得投入 80%（凯利公式计算结果）的资金。把资金放在银行里很安全，而且获胜概率近百分百，但投资者不会把大部分的资金储蓄，因为这样资金回报率将会很低。

同样，如果承受风险能力低的投资者面对一个获胜概率 70% 的机会，投入资金比例可以降低至 20% 而非 40%。潜在收益越高投入比例可以越高，但无论如何都不应该超越凯利公式计算结果。而实际情况是大部分投资者常常在高额潜在收益面前，哪怕获胜概率只有 30% 的情况下也敢于投入超过 50% 以上的资金，美其名曰高风险高收益。重组企业是很多投资者趋之若鹜的标的，而实际上很多企业一旦重组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

失败，其损失是十分巨大的，实际上很多重组消息是炒作者有意放出来的假消息，有的即使是真的，投资者买入的时候股价也已经涨上了天。豫园商城2008年初进行重组的时候，股价一度上涨50%，结果后来重组失败，短短一个月内股价从近30元跌至10元，跌幅近70%，两个月后最低点6.76元。

最后一种情况是在潜在收益令人满意，获胜概率也较高（例如超过80%），但一旦失败可能出现巨额亏损甚至完全损失本金的情况下，凯利公式的计算结果也许就没有什么参考价值，因为这样的机会可能完全不值得把握。潜在收益过低或潜在亏损过高时，即使获胜概率较高，也不再适宜使用凯利公式。比尔·米勒2008年投资金融股票的时候，由于下跌幅度已经十分巨大，而且比尔·米勒对这些企业很熟悉，因此看起来获胜概率很高，潜在收益率更是吸引人。然而黑天鹅出现了，随着房地美、美国国际集团、贝尔斯登、花旗集团的一个个倒下，他的基金遭受了重创，一世英名付之东流。

投资机会无论以何种形式出现，只要获胜概率高，潜在收益令人满意而且潜在亏损小就是好机会。但是与投资的许多问题相类似，这些参数的设定都是主观而模糊的。因此配置过程中要采取保守策略，在计算结果的基础上适当调低投入比例，而且即使预期获胜率超过90%，也不能把大部分的资金集中到同一投资项目上。使用凯利优化模式进行资产配置还有一个能力圈的问题，如果投资机会出现在投资者擅长领域以外，那么投资者对获胜概率、潜在收益与亏损的判断很可能会出现大的偏差，投资者自认为正确的推导也许与客观事实并不相符，以错误数据为基础的凯利公式推导结果也许反而会严重误导投资者。这从另一角度证明了能力圈的重要性。

由凯利优化模式可知投入比例主要取决于获胜概率，很多投资者对获胜概率的判断感到困难。凯利优化模式带给投资者更多的是一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

思维方法，定量的计算则与估值相类似，难以有精确的结果，只能是模糊的正确，而且十分个性化。

对获胜概率的确定个人的解决方案是：把获胜概率分为高、中、低三个档次，高档对应75%～100%，中档对应50%～75%，低档对应50%以下。无论主观上对获胜概率判断的把握性有多高，仍然存在出现黑天鹅事件的可能，所以无论什么情况都不应该把过多的资金押注在同一投资标的上，对高档的投入比例可以统一选择50%，若对自己的判断十分有信心而且具有较高的风险承受能力可以适当调高，但不超过60%。中档次则遵循保守原则，在自己确定数据的基础上再打个折，例如确定获胜概率为70%时投入比例设为计算结果40%的五折或七折，即20%～30%。低于50%的则很简单，一分钱不投。如果投资者对投资机会属于哪个档次都不能确定，说明不在能力圈范围，直接放弃就是了。

凯利优化模式主要的作用在于控制盲目投资的风险，让投资者对投入比例上限有清晰的界定。凯利优化模式带给投资者最核心的观点是：只有在获胜概率很高的情况下才值得下大赌注，而低于50%获胜概率的机会不值得投入哪怕是一分钱，这应该成为价值投资者的基本原则。至于具体执行过程中则较为灵活，可以根据潜在收益与亏损及个人情况做适度的调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第五章

估值其实很重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

估值不是静态的，而应该根据所获得的信息以及企业基本面的不断变化而不断修正，以获得与企业的实际价值尽量相符的结果。“动态”指的是投资者对企业价值的认知是动态的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

掌握估值的方法

伴随着投资的每一个过程，买入、卖出、更换投资标的，都需要进行估值，只有估值才能确定股票价格是否处于具有安全边际区域，才能判断高估的程度，是否处于过度高估。没有估值的操作便成为无本之源，投资者会变成无头苍蝇瞎碰乱撞。

估值不可能有精确的结果，只会是一个区域。投资者对企业估值的时候可以按照悲观、中性、乐观几种状况选取指标进行计算，这样才能对企业的内在价值有一个较为全面的了解，从而做到心中有数。计算安全边际的时候尽量遵循保守的原则，如果乐观情况出现的概率较大时也可以较乐观，但应该做适当的调整，卖出优质企业时则可以按乐观的情况对高估进行判断。企业的基本面是动态变化的，所以估值也是动态的。投资者应该根据企业基本面变化的情况及时调整计算的指标，从而更准确地反映企业的真实内在价值。

估值法有很多种，DCF、PE、PEG、PB、DDM 等，不同企业适用性不同，单一估值方法的结论未必可靠，可以根据具体投资标的选择几种适合的方法，并结合基本面，相对于 PE（市盈率）来说 PEG（市盈率/净利润复合增长率）能更客观更全面反映股票的估值状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

PE是反映股票当前静态的指标，PEG既考虑目前估值状况，也结合了公司未来盈利的变化，因此比PE更有参考价值。净利润复合增长率是一个动态的指标，包含了对未来的预测，有一定不确定性，所以把PE和PEG相结合会更准确。对于周期性行业这种估值法常常不适用，因为其利润波动性很大。即使是处于景气度高峰期也应该慎用，计算时要采用较长时间内的净利润复合增长率。

华兰生物2006—2009年净利润复合增长率高达近100%，若市盈率40倍则PEG为0.4。由于100%的增长率不可能持续，按保守原则取6年复合增长率为50%，那么即使是40倍的市盈率，PEG也只有0.8，对于一个较为稳定的高速成长型企业而言，毫无疑问是属于低估的。可以从PE的角度验证，如果2006年的PE为40倍，那么以2009年业绩计算PE只有5倍，低估十分明显。当然2006年的时候必须准确预测这种业绩增长，才能下这种结论。

长江电力算是比较稳定的企业，2006年至2009年其净利润复合增长率约为10%，如果PE为20倍，PEG则为2，也并不算低估范围。难以用比较确定的一种评估标准来利用PE和PEG进行估值，要靠投资者的经验根据具体企业不同的基本面、行业属性、企业发展阶段灵活地结合起来作出自己的判断。

PS（市销率）对估值可以说有一定的参考作用，但不能作为唯一的依据，还需结合其他基本面判断。道理很简单，若没有盈利，再高的营业收入对提升公司的内在价值来说都是毫无意义的。打个比方，你开一个店铺，每天顾客盈门，货如轮转，却不能为你赚一分钱，你觉得这是好的生意吗？当然如果一家企业的PS达到一个较低值时，这时就应该引起关注。例如2008年三聚氰胺事件，伊利股份市值最低跌至50亿元左右，而其2007年销售额为193亿元，市销率只有0.26，对于一家奶业龙头企业来说是十分低的，投资者就可以根据这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

个数据引起对伊利的注意，结合伊利的其他财务数据和基本面情况，看是否一个值得把握的机会。

业绩和估值是股票上涨的两大推动因素，估值推动比较隐性，往往被忽略。实际估值对股价的推动与业绩有着同样重要的作用，在一个牛熊周期（约 10 年）中甚至显现出更大的决定性作用，特别是对于业绩增长缓慢的公司来说。例如，熊市的低估会导致过低的市盈率如 10～15 倍出现，牛市的高估又可能把优质企业的市盈率推高致 60～100 倍，其中隐含的股价变动幅度最高达 6～10 倍，这个涨幅相当于净利润复合增长率 20% 以上，能达到这种长期增长率的企业也是屈指可数。

2000 年民生银行上市时市盈率高达 70 倍，之后净利润持续增长，2005 年利润较 2001 年增长 4.5 倍，而同期股价却持续下跌了超过 25%。金风科技上市的时候受到热捧，以 138 元开盘，市盈率高达 100 倍。之后三个月内最高上涨到 177 元，之后便进入漫长的下跌，2008 年最低价 30 元，至今复权价格仍然在 100 元以下。同期利润增长了 3 倍。南岭民爆 2008 年底市盈率仅为 13 倍，在随后那一年的估值修复过程中，南岭民爆上涨了近 10 倍，而其 2009 年净利润比 2007 年增长却不到 3 倍。

但并非高成长股估值较高时就完全不能买入，实际上若选好了投资标的，并对它有很强的信心，则在轻度高估时买入和持有现金等待低价买入相差不大，甚至后者还存在错过的风险，特别是在牛市阶段。为什么这么说？实际上对于高成长股票来说，等待低市盈率是一个以时间换取空间的过程，等一两年，盈利上升市盈率下降，实际股价可能只降一点点，甚至不降反升（考虑不可能买到最低点，也许持币最好的结果就是获得 20% 的差价）。结合估值和企业基本面情况进行判断，有时在高成长股票未被过度高估（我的标准是市盈率 50～60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

倍以上为过度高估）时买入，即使安全边际少一点，实际风险也不会太大（再次强调必须是最优秀的成长股，并且确定性要很高）。从2006年下半年至今5年时间内，云南白药的市盈率从来没有低于35倍的，期间云南白药上涨了4倍，如果一味以普通股票或周期性行业的估值标准来衡量，就一定会错过云南白药。

进行综合评估，最后得出结论。

估值只是一种参考，不要迷信任何人的计算结果，特别不要把卖方研究报告信口开河的结果当回事。DCF估值法适用于具有稳定的、可预测性强的现金流和资本性支出的企业。DDM估值法类似于DCF估值法，只是把现金流变成了分红，适用于高分红企业。实际上中国绝大部分企业的分红率都不高，因此其可操作性并不高。PE估值法应用范围较广，常常与PEG法结合使用，可以参考企业、行业或其他国际市场的历史经验值。但是只能作粗略的估值，还要考虑其他诸多因素。EV/EBITDA估值法类似于PE估值法，但剔除了财务杠杆、折旧、长期投资水平等非营运因素的影响，能更为纯粹更为清晰地展现企业真正的运营绩效。EV/EBITDA估值法的计算较为复杂，而且是静态的，也只能作为参考。PB估值法适用于拥有大量固定资产并且账面价值相对较为稳定的企业，例如周期性行业、银行、保险业等，而那些具有很高商誉和隐性资产的企业及资产重置成本变动较快的企业则不适用。PB估值法没有反映企业的盈利能力，比PE、PEG估值法更不准确。PB估值法只能反映销售额与股价的关系，并不能反映企业盈利能力，也不能反映企业的资产质量，是一个参考价值不高的估值方法。

另外，有诸多的因素会影响估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

净资产收益率越高，稳定性、持续性越好，估值越高

企业长期的净资产收益率代表着企业的竞争优势和盈利能力，企业的 ROE 越高则代表着企业在行业内具有更强势的地位，能获取更高的利润。观察企业的 ROE 不能单看一两年，时间过短可能存在偶然因素，不能真正代表企业的内在核心竞争力，只有那些真正具有较强竞争优势的企业才可能持续稳定地保持较高的 ROE，因此 ROE 越高越稳定，投资者越看好，溢价率也越高。

垄断性越强，估值越高

具有垄断地位的企业代表着能获得更稳定更高的利润，而垄断程度越高，形成的壁垒越坚固，竞争对手侵入的难度越高，企业获取超额利润的能力越稳定。

可持续发展能力越强，估值越高

企业的内在价值取决于未来产生的现金流，如果企业的可持续发展能力越强，则未来产生的现金流将越稳定而且能持续增加。那些阶段性高成长而不可持续的企业只能在一段短时间内产生较多的现金流，一旦发展停滞现金流就消失甚至变成负值，因此企业的可持续发展能力对估值十分重要。

确定性越高，估值越高

低确定性的企业未来风险会比较高，收益的波动比较大，现金流也变得不确定。未来产生的现金流必须贴现，对于低确定性的企业贴现率必须较高以抵消其中的风险，因此企业的内在价值相应降低。而高确定性的企业则相反，因此确定性越高的企业越值钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

成长性越高，估值越高

成长性越高代表企业未来产生利润的速度是加速的，而且越来越快，未来所能产生的总利润也会更高。从估值的角度看其高估值下降的速度也会很快，因此投资者可以给予更高的溢价。

竞争优势越强，估值越高

如前所述强大的竞争优势能带给企业更稳定的发展，更丰厚的利润，更强大的现金流，更长期的寿命，更能拒对手于门外。

企业经营存续期越长，估值越高

现金流估值法表明企业的价值与未来产生的总现金流相关，企业存续期越长，所能产生的总现金流就越高，企业价值也越高。

多高的市盈率才算合理

市盈率的倒数相当于静态的资本投资回报率，应该高于长期国债利率，现在中国五年期国债年利率为6.34%，静态计算市盈率应该低于20倍才算合理。

但是计算市盈率时还要考虑利润增长的因素。当PEG为1时，无论市盈率为多少，收回投入资本的年限都在10年左右，因此PEG=1是较合理的估值。美国最伟大的几家企业的长期利润增长率为：菲利普莫里斯为14.75%，默克13.15%，辉瑞12.16%，可口可乐11.22%，IBM10.94%，宝洁9.82%，高露洁9.03%。标准普尔500指数表现最佳的20家原始企业平均长期增长率为9.7%。中国最优秀的几家企业自上市到2006年的复合增长率：万科35%，茅台34%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

云南白药27%，伊利26%，张裕23%。虽然中国经济处于高速发展期，企业成长速度高于美国，但历史经验证明若以10年时间为周期，企业的复合增长率要高于30%仍然很困难，特别是对于一些已经上规模的企业来说，更是难上加难。因此绝大部分股票常态市盈率不应该高于30倍。长期增长率高于40%的企业更可谓凤毛麟角，30～40倍基本上就是市盈率合理区间的极限。

虽然不能简单依据市盈率判断股票的估值水平，但市盈率仍然是研究估值的重要参考数据。市盈率不能静态地看，也不能孤立地看，市盈率的合理区间要结合企业的各方面基本面信息进行综合研判。但从历史和常识我们可以得到一个大致的合理区间，例如一个持续稳定增长的企业20倍以下的市盈率买入是相对安全的区域，而绝大部分60倍市盈率的股票则不可能有安全边际。科技日益发达，社会效率和生产效率的日渐提高使企业更容易获得高速成长的机会，资产证券化程度越来越高，这些因素导致现代资本市场股票溢价有越来越高的趋势。格老时代10倍以下的市盈率很常见，巴菲特时代美国十几倍是常态市盈率，近年来渐渐接近20倍的水平。但是世界各国历史经验表明，30倍以上的市盈率水平通常都是不可持续的。

市场的大幅波动容易改变投资者的心理预期，市场估值的不断提高和乐观情绪的蔓延使投资者不知不觉中愿意接受越来越高的市盈率水平。2005年以前40倍PE已经是令人恐惧的高估值，两年牛市后投资者开始适应了60倍以上的高估值，而40倍却成为了低估。如果一项投资需要40年甚至60年才能收回成本，是好生意吗？投资系统和原则应该是相对固定的，估值标准不应该随着市场的变化而不断改变。

日本经济泡沫和互联网泡沫时代投资者声称："这次是例外。"结果它们都毫不例外地按照价值规律破裂了。美国"漂亮五十"平均市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

盈率40倍时，市场一片乐观，认为这种状况会一直延续下去，结果还是不可避免地迎来了暴跌。相信中国也不会例外。

估值总有极限，但并不是说一定要卖出像茅台这种最优秀的企业以躲避将要到来的下跌。优质企业的股票估值并不一定以股价暴跌的形式进行修正，而且长期而言持有优质股票并不会带来亏损的风险，反而仍然能获得良好的回报。即使产生大的波动，其实质无异于平时的正常波动，只是幅度较大而已，只是把市场提前给你的暂时又还给市场，如果对企业的判断是正确的，那么这部分利润未来终究还会属于你。从另一个角度看，投资做大概率事件肯定没错，当过度高估的确定性很高时，卖出并不会带来踏空的风险，也是理性的选择。所以当优质股票过度高估时，长期而言持有与卖出风险其实都不高。关键是能透彻地研究企业的基本面，对股票价格所处的估值位置有准确的定位，具体操作则取决于投资者的个人选择。

我更倾向于以第一种策略为主，第二种为辅。而资产配置也不失为一种解决之道。

用现金流折现估值法为企业估值

现金流折现估值法（DCF估值法）是绝对估值法的一种，是理论上最科学、最准确的一种估值法。实践中由于诸多变量选择的困难，使其应用有很大的局限性，也大大降低其准确度。尽管如此，现金流折现估值法仍然是每一个价值投资者应该学习、了解的一种估值法。

现金流折现估值法的理论基础是企业的价值等于未来产生的自由现金流的折现值之总和。

由于资金是需要成本的，不同时点的现金代表着不同的价值，相同数目的资金时间靠前的价值较大。折现值就是指一笔未来的资产折

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

算到现在值多少钱。贴现率就是在计算折现值时，考虑资金成本将未来资产改变为现值所使用的利率。

自由现金流量是企业产生的剔除资本支出所需之后剩余的现金流量，这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给股东的最大现金额。在不需要大量资本支出的稳定的企业计算时，可以简化用企业净利润代替。

企业价值分两部分计算：

1. 前 10 年的自由现金流

第一部分是能较为准确估算的前若干年现金流的总和，年限越长越准确。通常很难估算企业 10 年后的现金流，所以一般定 10 年为限。若有把握估算 15 年或 20 年则可以选取更长的年限。由于企业的现金流难以预测，可以把每股现金流简化以每股收益代替，这种方法对于那些资本性支出很少的企业更趋于准确。资本性支出较大的企业则需要考虑资本支出对现金流的影响。

2. 永续经营价值

第二部分为假设企业永续经营，第 10 年后直到无限远的永续经营价值。计算公式为：

永续经营价值=［第 11 年的自由现金流／（贴现率-永续利润增长率）］／（1+贴现率）的 10 次方

贴现率可以以 10 年长期国债为选择参考标准，贴现率越高则越趋于保守，对于茅台这样的稳健企业 9% 已经是一个相当合理的数值。风险越高的企业则选取的贴现率应该越高，永续利润增长率为假设的企业长期利润增长率，通常选取 1% ~5% 。

下面以茅台为例进行计算。数据的选择分三种情况：

1. 乐观：前 10 年净利润复合增长率 25% ，永续增长率 4% ，贴现率 9% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ: 958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

前 10 年每股盈利之和：

年份	每股盈利	折现值
2010	5.3	5.3
2011	6.6	6.0
2012	8.3	6.8
2013	10.4	7.8
2014	12.9	8.8
2015	16.2	10.0
2016	20.2	11.4
2017	25.3	13.0
2018	31.6	14.7
2019	39.5	16.7
合计		100.7

第 11 年每股盈利为 49.4。

每股永续经营价值 $=49.4/(9\%-4\%)/1.09^{10}=417.3$

每股价值 $=417.3+100.7=518$

2. 中性：前 10 年净利润复合增长率 20%，永续增长率 3%，贴现率 9%。

前 10 年每股盈利之和：

年份	每股盈利	折现值
2010	5.3	5.3
2011	6.4	5.8
2012	7.6	6.3
2013	9.2	6.9
2014	11.0	7.5
2015	13.2	8.2
2016	15.8	8.9
2017	19.0	9.7
2018	22.8	10.6
2019	27.3	11.6
合计		80.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

第 11 年每股盈利为 32.8。

每股永续经营价值 = 32.8/（9% − 3%）/1.09^{10} = 230.9

每股价值 = 230.9 + 80.9 = 311.8

3. 悲观：前 10 年净利润复合增长率 15%，永续增长率 3%，贴现率 9%。

前 10 年每股盈利之和：

年份	每股盈利	折现值
2010	5.3	5.3
2011	6.1	5.5
2012	7.0	5.8
2013	8.1	6.1
2014	9.3	6.3
2015	10.7	6.6
2016	12.3	6.9
2017	14.1	7.2
2018	16.2	7.6
2019	18.6	7.9
合计		65.3

第 11 年每股盈利为 21.4。

每股永续经营价值 = 21.4/（9% − 3%）/1.09^{10} = 150.7

每股价值 = 150.7 + 65.3 = 216

由计算结果可见，随选择不同的参数导致计算结果迥异。因此，自由现金流折现估值法的计算结果只能作为参考之用。估值并没有标准答案，只能是量化的计算结果加上对企业基本面深入理解形成的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

种“直觉”。由于以上悲观假设发生的概率较低，结合市盈率、PEG以及茅台在行业的地位，我认为贵州茅台在140～170元开始具有安全边际。

但实际上现金流折现估值法有着很大的局限性。对于具有高不确定性的企业预测未来的现金流量几乎是不可能的。处于竞争激烈行业的企业利润和现金流量时正时负，毫无规律。周期性行业企业现金流量呈现巨大的波动性，两者都需要评估者对现金流量进行平滑处理，而这种行为没有标准而且十分主观，处理出来的结果往往与现实差别巨大。因此DCF估值法只适合于业务简单、增长平稳、现金流稳定的企业。

即使相对适用的企业，现金流预测仍然面临着很大的不确定性。由于不可能预测企业存续期内所有现金流，一般以DCF法进行估值时企业价值被简化为两个阶段的自由现金流之和。第一阶段通常是指企业可预测的快速增长阶段，增长率按照预测的实际增长率计算。基于保守原则此期限一般定为10年（这是由于一般企业10年后的状况很难估计，当然如果确定性高时可以选取更长的期限作为计算周期，但很少会用20年以上）。第二阶段为永续经营阶段，增长率为假设的现金流永续增长率，以此为基础计算永续经营价值，两阶段结果之和即为企业的价值。对资本支出不大的企业，现金流被简化为当期利润，相对应现金流增长率也可以利润增长率代替。DCF估值法涉及的主要变量有当期现金流、企业存续期限、贴现率、头10年净利润增长率、现金流永续增长率等，后三者的选取对计算结果有着重大影响。三个变量的细微差别可以导致估值结果出现指数式的差异。而且贴现率、头10年净利润增长率、现金流永续增长率的可选择范围很大，如利润增长率很难判断10%正确还是20%正确，两者相差1倍。选取2%还是5%的现金流永续增长率也并没有标准，两者都可能正确。贴现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

率的选择同样存在主观性很强的问题。因此虽然计算方法是一样的，但是不同的投资者的计算结果可能是大相径庭。基于保守原则，我们一般会选取保守的数据。

对于长期高增长的优质企业，由于估值时设定的第一阶段期限较短，而实际上优秀企业的高成长可能远超此设定值，所以这类企业快速成长期的总现金流常被低估。原因是现金流永续增长率一般设定很低，如2%或5%，而优秀企业的实际增长率会高达10%或20%以上。这样计算结果可能远远低于实际价值，也许只有实际价值的几分之一甚至是几十分之一。企业的高增长期限越长，增长率越高，则这种差异就会越大，甚至会达到上百倍。若能按实际情况尽量使第一阶段计算的期限与企业实际快速成长期相同，则计算结果会更接近事实。例如可口可乐上百年的成长史过程中，如果在70年前用DCF估值法进行估值，设定第一阶段期限为10年，则后60年高成长产生的现金流就会被大大低估，从而大幅低估了可口可乐的实际价值。巴菲特买入可口可乐时也曾对其进行过估值，后来可口可乐股价的实际股价数倍于当时的计算结果，这也是DCF估值法常常会低估优秀企业的佐证。

对于一个长期稳定增长且前景光明的优秀企业来说，保守的DCF估值法计算结果已经包含了一个较大的安全余量，通常可以这样理解：若股价低于估值结果，可以认为具备安全边际，可以考虑买入。若股价高于计算结果，则计算结果参考意义不大，并不代表股价被高估，股价仍然可能包含很高的安全边际，通过DCF估值法无法分辨。

关于内在价值的计算，巴菲特最主要的合伙人查理·芒格曾说过一句耐人寻味的话："巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。"巴菲特还坦承："我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。价值评估既是艺术，又是科学。"也许正是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

现金流折现估值法局限性的存在，两位大师才发表了以上的言论。

由于现金流贴现法计算结果与实际差异较大且难以把握，我对股票估值时采用现金流贴现法的同时，用 PE、PEG 结合基本面进行综合验证。对于基本面优良的股票来说，PEG = 1 是比较合理和安全的。当 PE = 30 以上时，就要慎重考虑这个原则，市场不会总能维持现在的高市盈率水平，以常态来讲 30 倍市盈率已经相当高。市盈率超过 40 倍则无论多低的 PEG 都隐含了巨大的风险。因为持续高增长率越高，达到就越困难。万一预估出现错误，增长达不到预期甚至远远低于预期，那么下跌的空间将十分巨大。市盈率较低时，例如 20 倍以下，则可以适当提高 PEG，下面是 PEG = 1 时市盈率随时间变化的数据（假设股价不变）：

	一年后	两年后	三年后
PE = 50	33.3	22.2	14.8
PE = 40	28.5	20.4	14.5
PE = 30	23.1	17.7	13.6
PE = 20	16.7	13.8	11.6

基本面越优秀，PEG 可以定得越高，反之亦然。估值包含了对未来的预期，有较大不确定性，应该坚持保守的原则。

为企业估值是个动态的过程

客观上一家企业的价值是唯一的，就是未来产生的自由现金流折现值之和。投资者不可能完全充分掌握企业的所有信息，因此投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

的估值并非企业的真正价值，而仅仅是投资者基于估值时点所能掌握的所有基本面信息进行计算得出的一种主观结论。随着投资者获得的基本面信息的变化，会得出不同的估值。因此，估值不是静态的，而应根据所获得的信息以及企业基本面的不断变化而不断修正，以获得与企业的实际价值尽量相符的结果。“动态”指的是投资者对企业价值的认知是动态的。

2005 年以前东阿阿胶一直保持着稳定的发展态势，而且具有相对的垄断优势，但主要以自然方式增长，且营销制度落后，管理层能力有限。2005 年东阿阿胶销售收入比上年增长 6.45%，实现净利润却比上年下降 13.87%。由于之前提价策略实施不是很成功，市场渠道管理混乱，串货严重，费用率上升，导致净利润出现负增长。以当时东阿阿胶的情况，不会有投资者再对其寄予厚望，资本市场给东阿阿胶的定位也比较低。然而华润入主东阿阿胶后，更换了管理层，招聘了能力很强的专业人才，重新建立营销体制，整理渠道，提出阿胶价值回归的口号。东阿阿胶的基本面出现翻天覆地的改变，投资者对其预期不断提高，市场估值也持续提升，这是因为基本面的改变大大增加了东阿阿胶的内在价值。如果投资者一直以老眼光看待东阿阿胶，就很可能错过一个很好的投资机会。

通过分析具体的估值方法可能更容易理解。如果一家企业存续期为 100 年，按照自由现金流折现估值法理论，企业的价值就等于企业在这 100 年内产生的自由现金流的折现值之和，然而具体计算过程中投资者不可能准确预测未来 100 年真正产生的现金流。从保守的角度出发，预测未来 10 年的自由现金流更可行，所以 DCF 估值法通常按照企业未来 10 年价值加上永续价值进行计算，计算结果仅仅是投资者根据企业未来 10 年的预测对价值作出的阶段性判断。

例如第 1 年计算价值时第 15 年的自由现金流很难预测，因此只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

选取第 1 年到第 10 年的自由现金流之和，而第 5 年则选取第 5 年到第 15 年的进行计算，两次计算由于经济环境和企业基本面不同，选取的折现率等参数自然也不同，所以两次估值的结果会有很大差异。DCF 估值法进行估值应该根据具体情况进行不断地修正。

市盈率和 PEG 估值法更容易理解，就是根据盈利对企业进行阶段性的估值，盈利变化则估值也会不断变化，不同时段对企业进行估值会得出不同结果。所以无论用哪种估值方法，都要根据具体情况不断更新，以尽量接近企业的真实价值。

如何判断是否过度高估

过度高估是卖出优质股票的条件之一，只有在过度高估的情况下卖出股票才能保证未来有机会在低于卖出价的合理价格重新买入。界定过度高估（不是普通程度的高估）是超级难题，没有标准答案，也许巴菲特也难以给出准确的答复，这也是投资的艺术性的表现形式之一。

要判断是否过度高估，首先要计算出企业的内在价值，这已经是令人头痛的事情。巴菲特曾说利用 DCF 估值法只能对极少数的企业进行大致的估值，而且这种估值是动态的（计算时通常只选 10 年到 15 年作增长率预测，后面的都按永续成长率，所以不同时期计算出的内在价值也许不同）和模糊的。DCF 估值法计算内在价值理论上是最科学的，但在实践中应用十分困难。

实际操作中合理价格的确定可以是根据某些参数如 PE、PEG 和基本面信息以及市场经验进行综合判断。超出合理价格多少才算是过度高估？这跟个人的风险偏好和股票本身的基本面相关，可以把它模糊地简化定义为：远远超出自己认为的合理价格数倍才可能是过度高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

估。具体计算时可以根据不同行业和复合增长率按 PE 进行大概的估算：例如，常态合理 PE 为 25 倍，40 倍时不算是过度高估，可以定义达到 80～100 倍以上为过度高估。另一种方法是：按股价透支业绩的程度进行估算。例如定义股价需要 3 年或 5 年后的利润才能支持 PE 在合理范围内，则是过度高估。这些方法都是很主观、很个性化的，也是模糊和不准确的。

过度高估是如此地难以把握，贵州茅台、苏宁电器自 2005 年以来每次翻倍都引来市场包括许多主流机构的批判，但之后它们就不断创出新高（并非说茅台能一直涨上去）。所以除非把握性很高，否则尽量能免则免。但如果这机会一旦出现，投资者也应该尽力把握。

2007 年 10 月的时候，是否卖出茅台再次成为争论的焦点。作为一个坚决的长期投资者，以 10 年的远期为衡量周期，即使茅台过度高估而选择一直持有，未来也能获得良好的回报。但假设能通过对过度高估的准确判断稳健地套利，也未尝不是一个理性的选择。每一个投资的决策都包含了不确定性，投资者利用高确定性降低风险，若能判断事情发生的高概率性，就能把风险降到最低。这种原理适用于对企业的选择，同样适用于股票的卖出。

既不能把茅台作为一般性的企业而低估其常常超越投资者期望的能力，也不能因为茅台的高确定性和较高的成长性而否认其过度高估的可能性。如何理性地均衡过度高估和优秀的基本面之间的关系，是一个值得深入探讨的话题。

我们设定茅台长期常态市盈率为 30～35 倍（这已经是一个较高的假设，一般通常常态市盈率为 20～25 倍较为合理，某些行业应该定在 20 倍以下），以茅台当时最高价 220 元、2010 年每股收益 5.3 元计算，茅台 2010 年的市盈率为 42 倍，就是说茅台以 3 年后的收益都不能支持现在的股价在合理区间内。这无论如何都是一个很高的估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

值，所以可以得出茅台已经进入了过度高估区域。但当时牛市处于疯狂阶段，很多机构把茅台的目标价定在了300元甚至近400元，明显地违背了市场规律，但它们都因市场的氛围而失去了理性。随后2008年市场终于崩溃，茅台也持续大幅下跌，2008年底的最低价为87元，再次验证了“不要以为这次会有所不同”这句话。

许多投资真理十分简单，只是人们常常漠视它、曲解它。回顾历次泡沫的破裂，茅台的下跌再也正常不过。茅台还是那个茅台，不会因此而变成二流企业，仍然是中国股票市场最优秀的投资标的之一。不卖出是对优质股票高估时两种不同操作策略的选择，没有错对之分。茅台的下跌只是“价值决定价格”这一简单规律的再度演绎，可悲的是那些股价高高在上时仍然寻找各种各样的理由幻想高估值能持续，并不断给出荒唐的目标价格误导大众投资者的分析师们，他们显然漠视了最简单的投资真理。

很多规律是亘古不变的。最简朴的投资真理最终总会发生作用，只是投资者常常被市场的喧嚣和诱惑所蒙蔽而忽视它的存在，或者不能真正正确地理解它、相信它、执行它。

投资者可以有不同的风格，但这种差异的原因是在正确的原则、理论基础上作出的不同选择以及个性化的融会贯通，而并非随意的标新立异。投资领域没有那么多的新大陆，也没有那么多的技术创新，不要以为自己与众不同，不要自负地认为你能超越大师，不要去创造自己独辟蹊径的“理论”，也不要寻找诸如“中国特色”这样的借口作为违反原则的开脱。老老实实按照已经被验证的客观规律办事，才能把事情做好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

如何买入股票

买入股票的过程包括以下几个部分：确定投资标的、估值、确定安全边际、等待、买入。

确定投资标的

根据不同行业的特性，风险收益比、确定性高低以及企业的长期竞争优势和发展前景选择投资标的。

从历史的角度以战略的眼光研究行业的特性，充分了解行业的演变历程、周期性、行业结构及未来发展方向，从而在公司研究时有一个总的指导思想。不同的行业在不同的历史时期具有完全不同的发展规律，风险差异也很大，投资者可以参考国外成熟市场的行业发展史，确定行业所处的历史发展阶段，从而采取不同的投资策略。有的行业已经十分成熟，市场发展空间不大，处于这种行业的企业增长速度有限，但确定性相对较高，投资的时候应该在估值很低的时候买入，在估值合理偏高的时候卖出。如果是周期性行业则注意衡量估值的方法，不能仅以市盈率为选择的依据。新兴行业市场处于刚刚启动阶段，市场空白很多，但企业的确定性相对较低，市场竞争变幻莫测，企业基本面容易发生突变，虽然很可能出现阶段性的高增长，也可能迅速衰亡，投资这类企业一定要选择行业龙头，或者有明显竞争优势的企业，不能因为估值低就盲目买入，也不能因为预期中的高增长而忽略估值。投资周期性行业不能超长期持有，一定要按照行业景气周期进行波段性的操作，而非周期行业中的优势企业则应该在没有过度高估的前提下尽量长期持有，充分享受企业成长带来的回报。无论选择什么样的企业，竞争优势是最优先考虑的因素，平衡风险与收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

益则是难以把握却又十分重要的。

选择最安全的投资标的

市场永远是波动的，每一次波动都会带来一个机会，因此能获利的机会是无穷的，而投资者真正能把握的机会则是十分有限的。大起大落的股票存在着巨大的价差，理论上能带来最高的回报，但实际上没有哪个投资者能长期持续正确地把握这类型的机会。而突发性增长或重组等可以带来短期的暴利，同样普通投资者很难预知这种机会，做不好很可能在股价高位替别人站岗。不确定性高的股票同样蕴含了高回报的可能性，然而如果基本面向相反方向发展，所带来的损失是巨大的。市场中其实存在着很多成长确定，容易判断风险高低，而未来回报却很高的企业，这种机会才是我们要追求的。

尽量不参与周期性行业，同时不要低估其下跌空间

周期性企业股价弹性较高，这也是吸引很多投资者的地方，然而这存在着一定的误区。实际上如果行业发展处于成熟阶段，周期性行业的股价弹性未必就一定很高，除非是出现极端的市场情况。以中国现阶段的经济形势看，周期性企业大多数属于风险较高而潜在回报却并不是特别高的标的。

以企业个体为研究对象，而非市场整体

大部分投资者喜欢研究大盘，买卖股票也以市场的涨跌为依据。长期而言其实对于真正的优质企业市场的趋势几乎可以忽略不计。2004—2005 年市场处于大熊市，而云南白药、贵州茅台、苏宁电器这些股票却持续创出新高。其实每一次回顾市场的大熊市，都不乏优质企业持续上涨的例子。

研究企业过程中收集海量的信息是必需的

只有充分了解企业的所有信息，才能保持足够的判断力。信息收集能力是研究过程中很重要的能力，建立完善的信息收集系统，才能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

分享更多最新最有价值的信息。信息来源是多渠道的，财经新闻、定期报告、卖方研究报告、专业行业网站、论坛、实地调研、上市公司电话咨询、财经博客等都是很好的资讯来源。参与论坛讨论与写博客是主动式的学习，深入的讨论能激发许多灵感，对投资感悟和经验教训的总结会更加深刻，是一个提升自我分析研究能力的良好途径。

预防对企业的认同偏好

投资者有思维惯性，人又是感性的动物，在研究优秀企业的过程中，获得的常常是正面的信息，而且市场上基本都是认同这个企业的，长期处于一个多头的氛围中，投资者容易不自觉地认为企业永远都会那么好，潜意识中抗拒企业变坏的可能，从而容易造成过度乐观和误判。在跟踪自己的投资标的的过程中，应当不只看到好的一面而忽略负面因素和潜在风险。无论多么优秀的企业，都应该有意识地尽量发掘不足之处和风险，才能最终作出理性客观的判断。

估值并计算安全边际

遵循保守原则

估值很主观，也未必正确，主观中的“安全边际”未必就是真正的安全边际。无论多么优秀的投资者对企业的认知总是有限的，不可能知其所有信息。而且企业的发展瞬息万变，所有信息都是动态的，即使是企业的经营管理者也不可能正确地预知企业未来的发展情况，在估值和计算安全边际时要遵循谨慎原则，考虑企业如果出现最坏的情况自己如何应对。

选好企业再谈安全边际，差企业本身就是最大的不安全

强者恒强，弱者常常更弱。优质企业未来保持现状甚至越来越好的可能性很高，相反，差的企业可能会变得更差。

知易行难，执行力才是最重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

投资者很容易被市场的氛围所影响，即使价格还没达到目标价位，但市场不断上涨，致使投资者很容易不断放松要求，在较高的价格买入股票。或者乐观情绪使投资者不断盲目提高对企业利润成长的预期，不断修改计算结果，做出错误的操作。

市场长期而言是称重器，不要幻想有所不同

市场不断上涨的过程中投资者常常害怕买不到心仪的标的。任何股票都不可能一直涨或跌，当股票价格高于内在价值的时候，即使股价非理性继续上涨，迟早也会向基本面回归。

买入前首要考虑的是亏损而不是盈利

风险意识是投资者最需要的，如果眼中只盯着潜在收益，就会忽略很多负面因素。投资是长期的事情，复利是奇迹，但负的复利也是毁掉奇迹的利器。

等待

等待的过程常常是漫长甚至是痛苦的，大幅下跌并非买入的理由。等待大机会的出现需要长远的战略眼光和很强的自制能力，需要耐心与理性。

买入

安全边际内分步买入

有时即使是安全边际内的价格也不安全，投资者误判和市场非理性会让股价的下跌远低于投资者的设想。分步买入是能进一步降低风险的策略，投资者可以在进入预定价格后开始买入，越跌越买。

不盲目相信媒体、机构

每天都有大量的机构、媒体作预测，预测市场的趋势，预测哪个板块将成为热门，预测宏观经济，如果投资者听信这些算命先生的言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

论，最后的结局都不会很好。

资产配置很重要

任何时候包括大牛市，留有足够的日常生活和应急资金是必要的，更不能借贷投资，无论生活还是资本市场都有许多不可测风险。普通投资者除留有日用资金外，投资也可以作一定比例的配置。例如，可以部分储蓄，部分买债券，部分投资股票，部分买基金，部分自己操作，因人而异。有高确定性渠道的也可以把大部分的资金集中投资，把握不大则应适当分散，股票投资时集中投资是必需的，但不能把投资资金全部配置在同一股票上。即使是确定性很高的股票也可能发生火灾、自然灾害或者其他毁灭性的不可测风险，适当的分散投资可以杜绝这类型的风险，同时保证集中投资的高效。但总的原则就是要谨慎稳健。

如何卖出股票

不要因为短期套利而卖出股票

股票的波动带来很多理论上的套利机会，但实践告诉我们，没有人能做到。这样做的结果常常是偷鸡不成蚀把米，不是以更高的成本买回来，就是看着股票一个劲地往上涨，弄不好还要多次左右吃耳光。

不要把止损作为卖出的理由

如果投资者当初对企业基本面判断及估值正确的话，买入后股票继续下跌，折扣只会越来越大，应该做的是继续买入，而不是卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

获利丰厚不是卖出的原因

投资者常因为股票上涨太多而将其卖出，股票上涨的真正推动力不是绝对价格低，也不是太久没涨，而是价格与价值的差异。如果股价上涨很多后价格依然低于价值，或者随着企业的成长，企业价值迅速增加而很快超越股价，这时卖出股票就是错误的。历史上很多大牛股的涨幅十分惊人，苏宁电器从上市到2007年间一直在上涨，期间每次调整对整体涨幅来说几乎可以忽略不计，如果2005年因为涨了超过3倍而卖出，就会错过后来10倍的涨幅。国际市场也有很典型的例子，可口可乐上市后的74年上涨了5万倍，而上涨千倍的股票也多不胜数，菲利普莫里斯公司上涨4000多倍，英特尔1800倍，沃尔玛1500倍，辉瑞、默克、家得宝、百思买涨幅也在千倍以上。决定股票上涨的是企业的基本面和估值，而不是其他任何因素。

卖出操作分批进行

市场的非理性使过度高估时的股票价格上限难以预测，分批卖出既能平滑风险，也能分享市场非理性带来的利润。

卖出股票的三种情况

过度高估时的卖出

1. 远超合理价格才可能是过度高估。

过度高估是比高估还要高很多的价格，不能股价仅仅脱离正常值就认为是过度高估。巴菲特说过：一个人走进来，我可以大概估算出他的体重范围，但无法估算他实际上有多重，但我知道一项事实，他很胖。当你还不能一眼就看出他是大胖子的时候，就肯定还没有到很胖的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

2. 保证有机会在卖价以下重新买入时才卖出。

如果不能确定股价已经处于过度高估状态就不要卖出。对于优质企业即使判断错误而没有卖出，你损失的只是市场非理性带来的额外利润，企业成长的利润依然能稳稳当当地进入你的口袋，不能判断模棱两可时可以选择适当的资产配置。

3. 判断是否过度高估，估值应该尽量乐观一些。

对业绩的主观判断存在着很大的不确定性，优秀的企业常常带给投资人意外的惊喜，如果低估了企业成长的速度，就可能低估了股票的价值。

基本面恶化时的卖出

1. 不要因为非基本面负面因素卖出股票。

股票市场从来都是非理性的，影响股价的短期因素非常多。投资者的情绪波动、宏观经济、传闻、大小非、市场环境变化、管理层的负面新闻等都能使股价出现剧烈波动，但如果这些负面因素对企业的发展影响很小，投资者就不必因此卖出股票。伊利股份董事长郑俊怀2005年因为涉嫌挪用公款而被判刑，伊利股价从14元跌至9元，但是由于郑俊怀的离开对伊利经营的影响很小，几个月后股价迅速回升并在2007年最高涨至38元。

2. 企业基本面出现负面因素时，长期影响企业竞争优势才卖出。

没有完美的企业，任何企业在发展过程中都会遇到波折，长期投资者应分辨负面因素对企业的核心竞争力是否构成重大影响。如果仅是影响短期业绩，而对核心竞争力影响很小，就应该忽略。2010年贵州茅台经历了干旱、消费税、费用提高等负面因素，股价因此而出现波动，几个都是短期性因素，茅台的竞争优势依然强大，这种情况下投资者就不应该卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

找到更优秀投资对象时的卖出

1. 新股票的长期潜在收益率远比旧股票高才值得更换。

如果新旧标的的潜在回报差不多，这样的机会就不值得把握。估算潜在收益率是比较主观的事情，投资者很可能判断错误，而且更换需要成本。

2. 更换频率不宜过高。

如果经常更换投资对象，对投资者的心态是一种巨大的考验，更重要的是优质企业本来就很稀少，频繁更换标的，投资者对投资对象的理解就可能不够深刻，新标的很可能是根本不值得长期持有的品种，而且可能出现左右挨耳光的情况。

3. 选择标的应从长期的角度考虑。

短期总有很多阶段性高成长的股票涨得比较快，但长期投资者应以长远的眼光选股。如果用追逐短期暴利的心态投资股票，长期而言总回报率不会很高，因为这种短期高成长的股票在成功率、稳定性、确定性、亏损的可能性、股票的长期回报率等方面都会有很多问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



第六章

行业研究看角度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

好的投资标的所处的行业应该是整体发展相对平稳，拥有良好的市场前景，竞争不激烈，行业内的企业一般都能获得不错的利率，企业发生突变的可能性小，在这种行业内的优势企业才是真正优秀的投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

行业基本面研究

对于大部分投资者而言，选股应该先选行业，行业的选择很重要。不同行业的不同属性使各行业中的企业有着迥然不同的特性，研判行业的特点，使我们更容易找到能简单轻松获利的标的，同时面临的风险却较小，而且可以避开许多可能带来巨大亏损的大陷阱。

巴菲特说过：你的投资成绩并非像奥运跳水比赛的方式评分，难度高低并不重要，你正确地投资一家简单易懂而竞争力持续的企业所得到的回报，与你辛苦地分析一家变量不断、复杂难懂的企业可以说是不相上下。

行业有着天然的差别，很多行业注定难以获得令人满意的投资回报。有的行业竞争激烈，行业景气度波动幅度大，平均利润率低下，企业只能获取微薄的利润，常常面临生死存亡的考验。这种行业也存在产生好企业的可能性，但概率很小。即使已经成为佼佼者的企业，也有突然发生逆转的可能，也随时面临行业衰退、竞争日益加剧、盈利能力水平下降的考验。有的行业如高科技产业更是变幻莫测，技术升级持续不断，企业衰亡周期极短，企业盈利水平忽高忽低。只有绝对领先的企业才能获得较高的利润，而且一旦出现技术替代，即使是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

行业巨头也面临轰然倒下的危险。投资这些行业必须要有深度的行业知识，持续不断的跟踪研究，选择企业的时候小心翼翼，因为稍有不慎就有可能全军覆没，即便如此也未必就能获得很高的收益。对于普通投资者来说，投资这些行业更是风险巨大。

好的投资标的所处的行业应该是整体发展相对平稳，拥有良好的市场前景，竞争不算激烈，行业内的企业一般都能获得不错的利率，企业发生突变的可能性小，在这种行业内的优势企业才是真正优秀的投资对象。食品、饮料、日用品、服装、传媒、金融、旅游、零售、连锁等行业属于较稳定的行业，而汽车、钢铁、房地产、有色金属、石油化工、煤炭、机械、造船、水泥、原料药、家电、高科技等属于不稳定的行业。

行业基本面因素十分重要，有时比企业层面的基本面影响还大，差的行业即便是龙头企业也很难获得好的长期回报，而好的行业即使是排名靠后的企业也能获得较好的利润。当然世事无绝对，好与坏是相对的，具体的选择还要看投资者本身的投资理念、能力和承受风险的意愿，不同的投资者可以有不同的选择。

1. 行业的周期性。

行业的波动性是否很大，是否有强周期性。其实绝大部分的行业都具有一定的周期性，只是强弱的差别。与宏观经济密切相关的行业周期性特别明显，例如钢铁、有色金属、机械、煤炭、石油化工、水泥等，这些行业的产品价格和销量随着宏观经济的起落而大幅波动，经济繁荣时价量齐升，经济低迷则随之萧条。一些与资本市场相关的行业也显现出比较强的周期性，如证券、保险。一些行业与经济周期及消费者都相关，因此周期性略微减弱，例如银行、房地产。宏观经济也影响人们的收入和预期，一些高端消费和耐用消费品因此存在着一定的弱周期性，例如汽车、家电、高端白酒等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

2. 行业是否简单易懂。

行业产业链和产品的差异使行业复杂性差异很大。技术含量高的产品通常比较难懂，技术本身就是一道门槛，而且这种行业变化快，新东西多，普通投资者很难判断企业的未来发展趋势。一些周期性强的行业受宏观因素影响较大，而影响宏观经济的因素成千上万，即使是经济学家对预测经济走向也是措手无策，投资者很难真正掌握行业的发展规律。一些综合性企业投资于多个行业，各个子公司的情况复杂，也很难判断企业总体的经营效益和发展趋势。消费类行业与医药中药品牌企业相对而言较简单易懂，企业产品单一，而且都是投资者耳熟能详，日常生活中经常接触到的。复杂的行业往往包含很多不确定性，常常会有很多投资者意想不到的风险出现，因此还是尽量少碰为妙。

3. 行业的市场空间。

如果行业发展空间很大，则企业的成长性相对较好。企业的产品要销售就必须有需求，而且是不断成长的需求。如果是十分成熟的行业，市场容量保持不变甚至萎缩，企业要增长就必须通过抢夺竞争对手的市场份额实现，这比那些处于行业高速成长期的企业要困难得多。当然也要辩证地看，例如高端白酒所处的白酒行业属于成熟行业，市场增长空间很小，但由于中国处于消费升级时期，而且商务政务需求强劲，实际高端白酒子行业是成长的，而且可以通过提价扩大销售额。很多新兴行业市场处于启动阶段，行业需求高增长，也造就了企业的高成长。

4. 行业生存环境。

企业竞争无处不在，过度激烈的竞争必然会降低企业的盈利能力，恶性竞争更会使所有企业陷入亏损泥潭。同样的市场容量，竞争者的数量决定了每一个竞争者可能拥有的销售量，如果竞争者数量多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

则容易产生价格战，处于劣势的竞争者出于争抢市场份额的目的，不惜以牺牲利润为代价，如果市场领先者没有差异化的产品，则不得不跟随降价，如此恶性循环，大部分的企业最终利润微薄。另外，有些行业为了提供更优的产品和服务，不得不频频提升技术、更新设备，而其他竞争对手也会争相效仿，最终行业整体付出了极高的代价，消耗了大量的利润，而最终得益的只有客户。

例如电信行业，中国移动和联通公司每年必须花费庞大的资金更新设备、技术升级，享受完行业的高速发展红利后，客户增长的放缓，资费不断下降，3G 数千亿元的投入，市场的逐步放开致使竞争者越来越多，将来它们的日子也将越过越紧。家电业、IT 业是容易出现价格战的行业，产品不断推陈出新，价格却不断下降，最终大部分企业都举步维艰。即使是快速消费品业也难以避免价格战，牛奶的价格战由来已久，因此即使是伊利这样的绝对领先企业也不得不经常降价，而伊利在资本市场的表现也比那些具有差异化产品和更强大品牌的企业逊色不少。

5. 行业所处发展阶段。

欧美国家行业的发展历史经常就是中国同行业的未来，根据国内外的历史，我们可以对行业未来的发展趋势作出预测。行业发展的不同历史时期，市场容量不一样，成长速度不一样，竞争环境不一样，企业的盈利能力也不一样，企业的投资价值也就差异巨大。投资者可以根据行业的现状判断其所处的历史发展阶段，再与国外成熟市场的历史对比，对判断行业发展趋势有很大的帮助。

6. 是否存在并购或被并购的可能。

并购是企业快速扩张的一种方式，但并购的风险很大，国外市场并购的成功率远低于 50%。并购通常会付出溢价，特别是对于一些被争抢的标的，甚至可能出现非理性的高价，这对股东而言肯定不是好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

事。并购的是一家优质企业还好，如果是差的企业，很可能会成为包袱，而通常情况都是强势企业并购弱势企业。并购后必须对企业文化、组织架构、重叠的部分等作出重大的整合梳理，不是一朝一夕可以完成的，其中企业文化融合常常是最令管理层头疼的事情。国美电器十几年的扩张几乎就是一部并购史，初期国美通过并购快速扩张取得了领先苏宁的优势，在规模上似乎结果令人满意。而事实上很多并购过程中出价过高，例如并购大中电器，其单店价格是苏宁自建门店成本的数倍，门店重合严重，无论是并购大中还是永乐，国美都花费了大量资金关闭了很多重合的门店。前段时间黄光裕与陈晓的股权之争也是企业文化和并购风险的最好体现。

7. 国家产业政策的影响。

国家产业政策对很多行业产生重大的影响，有时国家产业政策的调整对行业的发展是决定性的，某些政策能令行业整体出现暴利，也可能使行业跌入低谷。例如房地产行业近几年的调控，2007 年的调控导致房价大跌，企业陷入困境，2008 年的救市则使行业绝地反击，出现大逆转，现在轮回到调控阶段，相信未来影响也会逐步显现。虽然地产行业本身的发展规律起到了一定的作用，但产业政策确是决定性的。另外很多行业因为国家的巨额投资而获得高速发展的机会，例如铁路大建设、智能电网的大规模推广应用、节能环保产业发展规划等产业政策都为相关行业带来历史性的机遇，当然这并不代表这些行业就一定值得投资。

8. 宏观经济因素的影响。

经济周期、利率、通货膨胀等宏观因素对消费和医药行业等优秀企业影响甚微，而对周期性行业的影响则比较大。其他的一些具体因素则需要区别对待，例如人民币升值和汇率变动对出口导向型或者原材料进口比例较大的企业影响就很大。对宏观经济的研究只需要评估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

其对行业基本面的影响，除此之外没必要花费太多的精力研究宏观经济走向，更不应该以此判断市场的走向进而决定买卖。

周期性行业

周期性行业是指行业的景气度与外部宏观经济环境高度正相关，并呈现周期性循环的行业。周期性行业的特点是产品价格、需求以及产能呈现周期性的波动，汽车、钢铁、房地产、有色金属、石油化工等都是典型的周期性行业，其他周期性行业还包括电力、煤炭、机械、造船、水泥、原料药产业。本人一直比较排斥周期性行业，因为该行业极大的复杂性和不可测性，但中国 A 股绝大部分的股票属于周期性行业，这使之成为一个必须面对的课题，希望能在不确定中找到尽量接近确定的部分。

周期性行业景气度高峰期价量齐升，行业低谷时则相反。影响周期性行业盈利的要素主要包括产品价格、需求、资本性开支与产能利用率错位导致的额外财务费用等。其中前两个因素是主导因素。两者的波动决定了周期性企业的盈利波动。部分周期性行业的价格和需求波幅巨大，例如有色金属、航运等，盈利容易出现极端的情况。部分价格基本稳定或波动幅度较小，需求变化较大，盈利波动性较弱，例如银行、证券。大部分周期性企业喜欢在行业景气度高峰期盲目扩张，一旦行业下滑则会形成庞大的过剩产能，这些过剩产能不但不能产生效益，折旧、摊销、负债、维护还会产生大量的费用，侵蚀企业的利润，因此固定成本越高的行业，产量变化引起的利润波动也越高。那些在行业景气度高峰期来临前适度控制扩张规模，行业景气度低谷后期能前瞻性地大举扩张的企业很可能是不错的投资标的。

周期性行业可以分为消费类周期性行业和工业类周期性行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

消费类周期性行业

消费类周期性行业包括房地产、银行、证券、保险、汽车、航空等，消费类周期性行业兼具了周期性行业和消费行业的特性。它们的终端客户大部分是个人消费者（银行还包括企业），虽然品牌忠诚度较低，但仍具有一定的品牌效应。需求虽然出现波动但总体向上，而且在中国基本上是刚刚启动的行业，市场前景巨大。除汽车、航空外，属于较轻资产型企业，行业景气度低谷时规模的弹性较大。

1. 银行。

银行产品价格相对较稳定，需求波动也较小，其中零售占比大的银行周期性更加弱化。银行业的盈利能力在几个行业中比较稳定，但中国银行业未来将面对利差逐步缩小和可能到来的利率市场化，还有房地产及金融风暴导致大量企业倒闭带来的呆坏账爆发的可能性。

银行是高度依赖宏观经济的行业，世界和中国经济经历金融危机后，经济恢复需要一个较漫长的过程，而且中国的经济转型更使其增加了不确定性。银行盈利现在处于历史高位区域，前两年大量贷款后未来新增贷款可能会呈现下降趋势，而利率市场化、大量贷款带来的潜在坏账等因素也使银行未来重新进入盈利高峰期的时间被延长甚至是扑朔迷离。

2. 房地产。

房地产价格和需求虽然波动较大，但波动速度和幅度小于工业品行业，而且产品具有多样性、差异化的特性，某些地区的产品更具有资源垄断的特征。龙头企业具有较好的抗风险能力，行业低谷可以带来低成本并购的机会，行业需求刚性和确定性较高。

2010 年房地产行业也是处于景气度高峰期，未来房价进入下降周期的可能性很高，房地产行业总量基数已经比较庞大，中国经济转型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

削弱了房地产作为支柱产业的地位，房产税的征收、最近几年房地产投资热潮产生的大量存量空置房、巨量保障性住房的推出将使房地产行业的产业环境出现重大变化，21世纪头10年地产行业突飞猛进式的增长可能不会再现，这些负面因素将对城镇化需求、土地供应有限等利好因素形成冲抵，也会延缓房地产行业重回繁荣期并对其增长空间形成制约，使其不确定性大大增加。

由于估值很低，投资银行房地产未来还是很有可能获得不错的回报。但花费数年时间等待一个充满变数的回报率，并不是最优之选。

3. 证券。

证券业的价格具有相对的稳定性，需求波动性很高。证券业比较特殊的是投资者身处行业，周期转换比较明显，通过估值和成交量等指标能比较容易地判断出行业的拐点。

4. 保险。

保险业实际不属于周期性行业，但投资收益的存在，会呈现阶段的强周期性，中国保险主业的高速增长使波动性弱化。如果不是遇上大牛市或大熊市，保险业的周期性并不明显。应该注意的是，在充分竞争的市场环境中保险业是极容易发生价格战的行业，为了获得暂时的市场份额和领先地位，可能出现非理性的保单设计，保单大部分要延续数年、数10年，坏的结果可能很长时间后才显现，投资者难以评估其中的风险。现阶段人寿和平安仍然处于寡头垄断竞争的地位，随着政策管制的放宽，众多的外资保险不断进入中国，外资保险市场份额逐步扩大，市场竞争将越来越激烈。

5. 汽车。

汽车业车型换代迅速，技术更新较快，属于重资产型企业，行业竞争激烈，对油价敏感，影响利润的因素较多，盈利的判断比较困难。而且即使景气度高峰期，不同企业的盈利能力各异，且提升幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

未必很高。属于糟时可能更糟，好时未必好的行业。

6. 航空。

航空业竞争激烈，恶性价格竞争经常出现（两到三折的价格随处可见），固定成本高昂，资本性开支庞大，运营成本随油价和汇率巨幅波动，航空业的行业特性使其盈利能力低下。

房地产、银行、证券、保险这四个行业与日常生活密切相关，投资者可以比较容易直观地感受行业的冷暖，而且影响盈利的因素比较简单，相对而言更具可预测性（银行与宏观经济的密切性增加了判断的难度），是投资周期性行业较好的选择。汽车和航空的行业特性决定了它们不是好的投资标的。

工业类周期性行业

工业类周期性行业包括有色金属、钢铁、化工、水泥、电力、煤炭、石化、工程机械、航运、装备制造等。这些行业与宏观经济相关度很高，宏观经济复杂多变，基本不可预测（众多著名经济学家的预测往往也是错误的）。而且产品价格波幅巨大、下跌迅猛（例如最近短短两三个月航运价格急跌90%，有色金属也是跌幅巨大），需求变化迅速而且周期长，有时投资者根本没有反应的时间。产品成本受原材料影响明显，基本上属于重资产型企业，投入产出周期长，行业景气度高峰期大量的资本支出带来庞大的折旧和摊销，利润对产量的变化极为敏感，行业低谷时规模调整弹性小，影响盈利的不可测因素众多，所以盈利呈现高度的波动性，判断周期拐点的难度也较高。另外石化、电力、石油等受政府价格管制的行业存在盈利意外下滑的可能性。

工业品行业巨大的波动也带来高收益的机会，只是这种机会不是普通投资者容易把握的。特别是一些长周期行业如有色金属，踏错节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

奏也许不是几年而是十几年才能解套。然而正是有色金属、石油、煤炭、黄金、钢铁这类资源性的上游行业，产品单一，同质性强，大宗商品期货市场或商品价格指数对产品价格趋势和行业景气度有直观明确的指导性（航运也有类似的指数），根据产品价格区间判断行业拐点更容易。价格指数通常有一定的运行区间，虽然随着时间的推移区间会有所改变，但只要采集足够长周期的数据，就可以得出大概的规律。上游行业的利润波动性更大，风险也更高。

中、下游行业产品种类纷繁复杂，不同历史时期各细分子行业的情况迥异，使行业周期的判断更加困难。由于产品的差异性，没有简单直观的价格指数作为判断依据，会更依赖宏观经济和各子行业的具体情况。

周期性行业的风险

翻开大部分周期性企业的历史你会惊奇地发现，周期性行业的回报率远低于非周期性股票，而且大部分的周期性企业包括上轮的“大牛股”云南铜业、中金岭南、西山煤电、神火股份等都曾经经历过5~10年股价几乎一动不动的阶段，期间的波幅也很小（即使波段性操作回报也不高），一旦被套，可能数年都难以解套。

拥有更长历史的跨国巨头必合必拓、力拓、卡特彼勒等国外周期性企业的历史股价也充分说明了这一点。例如力拓在1990—2003年长达13年的时间里最大振幅不到两倍，卡特彼勒在1962—1992年长达30年的时间里最大振幅不到3倍。常态下的大部分周期性企业回报率会远低于现阶段很多投资者的预期，几年后投资周期性企业将只有在少数极端情况下才有可能获得较高的回报。

多个历史性事件的叠加催生了这轮罕见的周期性行业超级大牛市，首先最重要的是全球大宗商品牛市，其次是21世纪后中国经历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

了重化工业加速发展的工业化中后期阶段，使近十年经济进入一个极为强劲的高增长期，同时伴随着全球经济的繁荣，另外房改后中国房地产需求集中爆发，人民币升值、全球流动性过剩、股改助推资产价格暴涨，这些历史性因素的集中出现造就了周期性行业的疯狂。

决定周期性企业盈利最本质的是产品的供给与需求。供给的增长具有滞后性，过去几年需求的集中释放，使供给持续低于需求，促成价格飙升甚于从前任何一次繁荣期，同时把产能大幅提升到另一个更高的台阶。很多企业的产销量已经远超其历史最高水平，价格上涨、周期叠加及产量的快速提升形成了盈利的暴涨，加上流动性过剩等金融性因素最终成为超级牛市。

中国2000年后的工业化进程加速阶段，很多产品的需求经历了一轮从无到有从少到多的需求快速膨胀期。下游行业短期内产生大量需求，例如基础设施建设，包括高速公路、高铁、桥梁、港口、机场、城市改造等。房改后购房需求也形成爆发式地增长，还有汽车、造船等行业的需求也突然大量涌现。传导至大型机械、设备、资源等中、上游行业需求便同样得到快速的提升。经历集中式的爆发后，需求不可能一直保持这种高速增长从而进入平台期，未来能保持适度的增长就已经不错了，这也跟一个行业的发展类似。例如电视机行业，从无到有造就了长虹的几年辉煌，然而短短的爆发式增长过后必然只能是平稳发展甚至衰退。

未来部分需求可能在绝对值上能持续增加，但产能与需求、盈利与股价相匹配后，周期性行业暴涨的动力来自于需求的新增量而非存量。产能经过急速扩张后进入一个平稳发展期，产量与价格在平衡区域形成新的周期循环，因为基数已经很高，新增量的增长只能是缓慢的，盈利的波动区间将大幅收窄。

有的投资者把希望寄托于其他新兴国家的崛起。以印度为代表的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

新兴国家的加速发展的确能带来较大的需求，但随着这些国家基础设施、房地产、汽车等下游需求的出现，本土相配套的上游企业也将会大量涌现，需求大部分将由本土而非中国企业满足。另外它们拥有比中国更低廉的劳动力，中国的成本优势将消失从而可能使部分产业发生转移，反而削减了中国企业的需求。

从供给的角度看，产能过剩一直是困扰中国经济的问题，包括钢铁、水泥、电解铝、造船、电力、煤化工等众多行业都面临供过于求的局面。若非 4 万亿投资人为地制造大量需求，恐怕很多强周期性行业仍处于水深火热之中。救市政策虽然暂时延缓了产能过剩困局的显现，却可能制造出更多的过剩产能，一旦依靠投资拉动的需求消失，未来多个行业消耗过剩产能将会是长期性的，供过于求将使许多强周期性行业缺乏持续繁荣的基础，更不可奢望重现前几年的火爆。商品牛市终结前，有色金属的金融属性引起价格大幅波动以及产能的相对短缺和扩张所需时间较长，可能会制造出一些较大的机会，但应当以股价再度大幅下跌为前提。

周期性行业以后并非没有机会，但从供求关系看这几年的暴利并不具普遍性，投资者不应该再按照惯性思维投资周期性行业。随着中国经济的逐步转型，经济增长速度的放缓，大规模基础设施建设的基本完成，劳动力成本上涨而发生的产业转移，以及全球商品牛市的结束，这些推动力将大部分消失或大幅减弱，周期性行业恢复常态。届时只有当周期性企业股价被极端低估而投资者又准确把握了产业周期的情况下，才有可能获得超额利润，而绝大部分周期性行业投资机会和波动的可操作性将远少于现在。2008 年大幅下跌后的快速恢复，使一些投资者认为投资周期性行业即使被套也仅是一年半载的事情，风险不过如此而已。事实上呢？未来一些周期性股票完全可能被套上十年八载。未来常态下的周期性行业风险收益比会大大提高，投资周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

性企业可能面对大的风险而博取未必很高或者仅与非周期行业相当的收益，显然非周期行业的风险小很多。未来投资周期性行业应该保持谨慎，只有真正明显的大机会出现才值得把握。

如何投资周期性行业

周期性行业的周期循环常常沿着产业链按一定的顺序依次发生，通常复苏始于汽车、房地产、基础设施建设、机械、装备制造等下游行业，然后传导至化纤、非金属矿制品、有色金属冶炼压延、黑色金属冶炼压延等中游的加工制造业，最后是上游的有色、石油、煤炭、石化等行业。衰退也是从下游行业开始，依次传导至中游、上游行业。历史背景不同，周期循环并非简单的重复，运行规律也不是一成不变，不能简单地套用历史经验进行对周期拐点的判断，而应根据经验具体情况具体分析。

以下几个原因使周期性企业不会成为最优秀的投资标的：

1. 市场通常会给予它们比较低的估值。

2. 在这种行业环境中，只要决策稍有不慎或优秀管理层离开，就可能带来很大危机，甚至连改错的机会都没有就被市场淘汰。而好的行业或有强大护城河的企业通常允许管理层犯错，也允许相对平庸的管理层存在而对公司营运影响很小。

3. 尽管它们竭尽全力，通常也很难长期获得高于市场平均水平的超额利润。

4. 永远都只有难以把握的阶段性投资机会。

投资不是试图征服前面所有困难，而只需选择跨越有把握的障碍就可以了。相对于容易把握、没有周期性、轻易就可以获得溢价的垄断型消费类企业，为什么要选择危险重重的周期性行业呢？基于保守

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

原则，我对绝大部分周期性行业采取回避态度。苛刻的选股标准使我排斥很多股票，但并不代表完全否定它们的价值。真正有驾驭能力的专业投资者，优秀的弱周期性行业未尝不是好的选择。巴菲特超凡的智慧和经验使他有能力分析什么时候可以买入大幅低估的周期性行业，所以有了中石油的投资，但这也是他投资周期性行业极少数的案例之一，另一投资巨星林奇除了克莱斯勒等少数案例，对大多数周期性行业也是采取回避的态度。

下面是一些投资周期性行业的原则和技巧：

1. 对于周期性行业的估值几乎是不可能完成的任务，试图通过估值为周期性企业确定安全边际往往徒劳无功。

2. 站在长期的角度看，常常是市盈率越低实际估值反而越高，而高市盈率反而可能是低估值区域。

3. 根据行业景气度判断买卖时机比依据估值更可靠，行业景气度高峰期是最危险的时候，高峰期过后的一两年肯定不是好的买入时机。

4. 对周期性估值更有参考价值的是市净率而不是市盈率。

5. 不能以股价跌幅作为买入依据，周期性行业的跌幅往往远超想象。

6. 投资周期性行业需要极高的安全性和确定性，特别是强周期性行业。即使盈利大幅放缓或者出现负增长也不是好的买点，多数企业出现亏损或倒闭才会较安全。现在大部分的周期性行业还没出现后一种情况。

7. 如果没有丰富的行业知识和对行业的深入理解，不要碰。

8. 不要高估自己的能力圈，不要想当然地自创一些指标作为买入依据。

9. 周期性企业的股价常常是轮回的，或跌幅把大部分的涨幅吞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

没，阶段性持有是最优策略，不能超长期持有。

10. 不同行业特性差异很大，不能套用其他行业的经验作为判断依据。

11. 投资时必须选择行业龙头企业，中小型企业很可能在行业重新回暖前已经倒下，即使能生存也已没有竞争优势。

12. 未来某些行业可能出现产业国际转移。船舶、钢铁历史上经历过数次国际转移，远期其他行业也可能出现这种情况，这是对行业产生毁灭性影响的因素。

13. 投资周期性行业更需要战略视野，从产业周期的角度选择买卖时机，而不要在乎阶段性的投资机会。

14. 事后或看别人往往很简单，但能真正准确地预判则是极其困难的事情。

消费类行业

消费类行业包含的范围很广，凡是为了满足个人日常生活所需、所购买、使用商品或接受服务的行为，都属于消费行业范畴。消费行业按大类包括耐用性消费品、非耐用性消费品、奢侈品、服务业等。连锁业态作为消费品的载体，将会是未来消费品流通的最重要发展方向之一。耐用性消费品包括家用电器、数码产品、钟表、家具、卫生洁具、厨房用品、交通工具、房地产等细分行业。非耐用性消费品包括食品、饮料、服装、化妆品、洗涤用品、日用品、保健品、传媒等。服务业包括旅游、金融、教育、餐饮、美容、娱乐等。

消费类行业一直是产生超级长牛股的温床，投资大师巴菲特大部分的持股都属于消费类行业，绝大部分收益也是通过长期持有消费类股票取得。另一位大师彼得·林奇曾经说过，你只要留意身边便利店

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

摆放的名牌产品，就能找到好的投资标的。

无论经济衰退还是繁荣，非耐用性消费品都是必不可少的，可乐照样要喝，烟照样要抽，牙照样要刷，只有非耐用性消费品行业真正能超越经济周期持续成长。纵观西方股票历史，能经过历次经济危机而持续稳定成长的企业少之又少，非耐用性消费品企业占很大一部分。每一个著名消费品牌背后都是一部超级牛股的持续上涨史，宝洁、耐克、吉列、可口可乐、麦当劳、百事可乐、肯德基、达能、庄臣、星巴克、雀巢、万宝路等多不胜数，它们的上涨跨越牛市熊市，持续十几年、数十年，上涨数十倍、百倍甚至上千倍。

非耐用消费品行业优胜于其他行业的最大竞争优势是能够建立终端客户的品牌忠诚度。个人消费包含了很强的感性因素，日常频繁使用过程中，著名品牌的优良品质和服务能给顾客留下深刻的印象，顾客逐渐产生强烈的信任感，并形成习惯和偏好，甚至产生依赖性，从而建立起很高的品牌忠诚度。品牌效应和消费者的羊群心理会使更多的潜在消费者（如竞争对手的顾客）和新的消费者选择著名品牌的产品。品牌忠诚度一旦建立起来要改变十分困难，即使改变，也是一个漫长的过程，投资者有足够多的时间根据行业的变化作出判断，从容地修正投资策略。

综合分析非耐用消费品企业的毛利率、净资产收益率、市场占有率、品牌行业地位、经营历史，可以很容易地找出真正具有垄断性并能获得超额利润的消费品企业。例如国内的茅台、张裕，超高的毛利率、持续的高 ROE、行业领先地位，相对应的是在资本市场里它们的股票持续地强劲上涨。

奢侈品是对物质的最高层次需求，是消费企业高端发展的延伸，涉及的行业有珠宝、时装、化妆品、烟酒、名车、名笔、皮具、钟表等。奢侈品应该解释为对精神的需求，是一种释放自我的表现，是自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

我品位的象征。奢侈品所体现的是品牌的稀缺性，表现为：人为限量、资源的匮乏、制造工艺的复杂、用户群的限定、品牌策略、历史损耗、购买渠道的狭窄。因此奢侈品对品牌的依存程度甚至比非耐用性消费品更高。顶级的奢侈品无一例外都有着许多让消费者回味和沉醉许久的历史故事，很多品牌甚至以百年计。因此能成为奢侈品，其顾客的忠诚度也是十分高的，并能获取高得令人不敢相信的超额利润。奢侈品也是不错的投资标的，唯一不能令人满意的是部分成熟奢侈品企业成长性偏低。

服务业由于细分行业内差别比较大，情况迥异。我国服务业上市公司比较少，大部分集中在旅游、金融两个行业。这两个行业同样有一定品牌效应，但比起前两个行业要弱一些。

耐用性消费品虽然终端客户是个人消费者，但由于采购频率很低，顾客品牌忠诚度不高。表现出来就是价格战频频，即使是市场领导者也只能获得很低的毛利率。耐用性消费品是消费行业中最没有投资价值的分行业，因此我把这个行业排除在研究范围之外。

耐用性消费品、奢侈品、服务业都有弱的周期性。当经济衰退时，消费者购买力明显下降，会减少费用比较高的耐用性消费品、奢侈品消费以及某些可有可无的服务业消费。

零售连锁业态包括品牌自建的专卖店和专业行业零售商以及百货类连锁零售商。服装、鞋类、保健品等行业比较多采用自建专卖店的形式，家电、建材、药品等则更倾向于专业零售商。百货类连锁零售商包括便利店、折扣店、超市、大型超市、仓储会员店、百货店等。品牌、效率、扩张是连锁业发展的三大利器。连锁业态具有地域广阔、分散的特点，一旦能形成规模经济，这种规模壁垒比其他行业的规模壁垒要更强大，加上品牌效应和易于有效复制，连锁业很容易在短时间内快速形成寡头垄断竞争的态势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

连锁业是能高速发展的行业，但也是企业能快速灭亡的行业。连锁业通常依赖的是管理、效率、物流，如果扩张过快而这些支撑因素赶不上，则很容易出现混乱，导致盈利能力大幅下降，也可能资金链断裂而倒闭。巴菲特这样描述连锁业："零售业的经营相当不易，在我个人的投资生涯中，我看过许多零售业曾经拥有极高的成长率与净资产收益率，但是到最后，突然间表现急速下滑，很多甚至被迫以倒闭关门收场，比起一般制造业或服务业，这种刹那间的永恒在零售业屡见不鲜，部分原因是这些零售业者必须时时保持聪明警戒，因为你的竞争对手随时准备复制你的做法，然后超越你，同时消费者绝对不会吝于给予新加入业者尝试的机会，在零售业，一旦业绩下滑，注定就会失败。"

人口统计学研究表明，几千年来人口呈现出不断增长的趋势，未来二三十年中国人口仍将保持快速增长。随着中国工业化进程的加速，城镇化使农村人口快速转化为城镇人口，这种转化将把农村庞大的潜在消费需求释放出来。居民收入的快速增长，也为消费升级奠定了坚实的基础。中国消费仍处于低迷状态，最高管理层已经意识到中国经济过度依赖出口和投资的发展模式难以持久，必须拉动内需，鼓励消费，提高消费产业在 GDP 增长中的作用。

所有这些有利因素将对消费产生巨大推动力，长青的消费行业在中国将迎来更加灿烂的明天。

消费类行业的稳定性是相对强周期性行业而言的，不同子行业的竞争环境差异也很大。改革开放与全球化使我国大部分消费行业注定一开始就要与跨国企业直接竞争，许多行业都由世界巨头所垄断，中国民族企业只能在夹缝中艰难求存，真正能依靠品牌优势获得垄断利润的消费企业屈指可数。投资消费行业不能一概而论，消费行业也有风险很大的企业。乐凯、海鸥、容声、太阳神、三株、爱多、旭日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

升、冠生园、三鹿、秦池……这些品牌都曾经辉煌过，或行业变迁，或战略错误，或固步自封，或出现产品质量问题，都逐渐走向没落甚至消亡。

消费品特别是快速消费品依赖的主要是品牌，但品牌并不代表着高额利润，只有垄断性的品牌才能获得超过市场平均水平的利润。因此那些品牌强度不高的企业常常处于竞争劣势，而且由于品牌具有强的垄断性，顾客具有较大的粘度，落后者要赶上或超越强势品牌的难度非常大。弱势品牌通常只能获得较低的产品定价和销量增长，部分企业还会在竞争中市场份额被强势品牌慢慢蚕食，慢慢走向消亡。

品牌壁垒相对于规模壁垒、技术壁垒、歧义性壁垒、行政壁垒等而言是最稳定、最持久、最强有力的壁垒。由于企业的采购行为十分理性，价格敏感度很高，采购决策者经常变更，因此终端客户为企业的非消费行业，如工业产品、资源性原材料等行业难以建立起有效的客户品牌忠诚度，也就不能形成品牌壁垒。信息产业兼有类似于工业产品和耐用性消费品的特性，产业链的中上游环节、商用软件等的终端客户为企业，类似于工业产品。PC、数码产品、民用软件等的属性则更类似于耐用性消费品。因此信息产业企业也不能建立品牌壁垒，优势企业核心竞争力更多的是规模和技术壁垒。

其他有很多消费子行业也容易发生价格战，乳制品行业的价格战由来已久，而肉制品行业也有类似的特性，附加值不高，毛利率低，竞争十分激烈。饮用水行业由于门槛低、竞争者众而定价很低，企业盈利能力不高。消费产品中的很多产品具有可被替代性，例如饮料品种层出不穷，消费者口味千变万化，如果企业不能应消费者需求及时调整产品就很容易被淘汰。历史上健力宝品牌曾经无比辉煌，但由于产品单一，营销和管理不到位而最终走向衰落。一些依靠大量广告而短时间内爆发的企业也要引起注意，秦池就是最典型的例子。总而言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

之，消费品市场竞争激烈的程度一点不比其他行业低，投资的时候一定要选择品牌强度高的企业。

如何投资消费类行业

中国资本市场主要的消费类行业主要包括饮料、食品、金融、服装、旅游、日用品、传媒等。以下是主要消费细分行业的基本情况：

1. 饮料业。

饮料业可以说是能与外资相抗衡并取得领先优势的少数行业之一。由于口味和历史的原因，酒类行业又是其中的佼佼者。白酒行业经过几年的低迷之后，近两年呈现出恢复性的增长，高端产品市场份额节节攀升。以茅五剑、山西汾酒、泸州老窖、水井坊为代表的高端品牌风光无限。我认为在未来三到五年内高端白酒的增长是有保障的，但市场经过充分发展后，高端市场能否持续保持稳定增长值得深思。对于茅台来说平稳增长十年不成问题，但对其他品牌特别是水井坊这种依靠市场营销成长起来的品牌来说却是很大的考验。由于口味的差异，国际品牌像绝对伏特加、轩尼诗、芝华士、马爹利能在中国市场分得一杯羹，但不会对中国白酒形成直接冲击。

葡萄酒作为国内新兴健康型酒类，有着极为广阔的市场空间。现阶段的中低端竞争极为激烈，高端则较为宽松，只是国内极少数几个品牌与进口葡萄酒的竞争，而张裕依靠百年品牌和领先的理念、深厚的群众基础，在高端竞争中占据着有利地位。国内葡萄酒市场虽然竞争激烈，但集中度却很高，张裕、长城、王朝三巨头已经占据半壁江山以上。国际葡萄酒地域性很强，没有形成像可口可乐一样的国际垄断品牌，同时国内几大品牌在竞争中已经占得先机，因此国内将来外资品牌影响力有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

黄酒一般局限在上海、江浙一带，其他地方的人不太喝，销售范围有待进一步拓宽。第一食品、古越龙山、轻纺城是资本市场中主要的黄酒生产企业。能否让中国其他区域消费者接受黄酒口味，并快速开拓市场是黄酒稳定发展的关键。

啤酒市场可以用群雄并起、兵荒马乱来形容。青岛啤酒、燕京啤酒、华润集团、英博集团占据了啤酒行业的前几名，激烈的竞争使行业领导者如青岛啤酒、燕京啤酒并没有获得超额利润。青岛啤酒依托百年品牌情况比其他同业略好。外资啤酒巨头也正加紧产业布局步伐，收购项目一个接一个，原来远远落后的华润集团、英博集团短短数年已经跻身前列，外资完成产业整合后，国内品牌面临的竞争压力将更大，行业前景不容乐观。

乳业是另一个值得骄傲的民族产业，尽管竞争呈现白热化，但民族品牌已经形成了垄断之势，外资品牌仅仅达能依靠酸奶以及入股光明、与蒙牛合资可分一杯羹，其他跨国企业曾经尝试进军中国乳业，但都铩羽而归，只能在高端产品中占有很小的市场份额。激烈的竞争使行业龙头伊利也未能取得满意的资本回报率。由于乳品具有一定的地域性，未来的乳业将出现寡头垄断常温奶及奶粉，而地方性的优势企业凭借鲜奶获得一定的生存空间。行业的激烈竞争导致产业链的畸形发展，从而出现三聚氰胺事件。乳业的行业整合过程仍在激烈进行中，现阶段并非投资乳品企业的好时机。

维维股份在豆奶行业居龙头地位，但成长性比较低。国投中鲁虽然生产果汁，但只是原材料供应商，终端客户不是个人，而是果汁生产企业。

2. 食品业。

食品业是相对分散型的行业。除了像双汇这样的个别巨头外，其他企业都不是规模庞大的巨型企业，更多的是各个细分行业中等规模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

的优势企业。

中国肉制品加工行业主要有双汇，金锣，雨润等国内品牌，完全没有外资品牌，反而双汇被收购后变成了外资企业。双汇是典型的成本领先型企业，庞大的规模经济使双汇在行业发展中占据优势地位。肉制品生产过程包括生猪收购、屠宰、加工、包装、储存、运输、零售等诸多环节，同时有一定的区域性，相对复杂的价值链使肉制品行业形成了一定的进入门槛，因此行业竞争还没有达到乳品行业的白热化程度。最近的瘦肉精事件令双汇经受了巨大考验，但瘦肉精跟三聚氰胺一样是行业性、制度性缺陷导致的恶果，在道德方面双汇应受到谴责，但站在商业层面看，这次事件对双汇品牌的伤害度有限，行业整合空间巨大，双汇规模优势明显，经过调整后双汇仍是值得期待的企业。

中国消费者对生鲜产品还没有形成品牌消费的习惯，生鲜产品的特殊性使产品包装难以体现品牌形象，所以生鲜食品要形成品牌壁垒比较困难。

好当家主要产品为海珍品，是行业龙头之一，具有规模优势，也能获得较高的净利率，随着生活水平的提高，好当家发展前景看好。它的缺点是海产品价格波动比较严重，造成毛利率不够稳定，市场占有率还不够高。

獐子岛与好当家类似，但其产品都属于高端产品，毛利率和资产回报率很高。虾夷扇贝在市场中占据垄断地位，销售额占主营收入的40%左右。海参、鲍鱼市场存在着比较大的竞争，并没有优势。獐子岛存在环境和气候的风险，未来增长空间潜力巨大，具有一定垄断性，总体而言是比较优秀的投资对象。

通威股份属于饲料行业，而独特的通威鱼品牌能否成为食品行业的著名品牌还要拭目以待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

3. 金融业。

金融业包括银行、保险、证券等子行业。证券类公司业绩与资本市场的活跃度相关性很强，因此波幅巨大，不是理想的投资对象。

银行的不确定性因素很多，跟经济周期有相关性，巨额不良贷款可以轻易使银行出现资不抵债的情况，看看四大国有银行剥离的坏账就知道产生不良贷款的概率有多高。银行经营同质化严重，竞争激烈。特别是对外资银行开放后，其凭借强大的实力和丰富的经验、庞大的产品线，使国内银行面临巨大考验。被投资者强烈看好的招商银行唯一的优势就是领先的零售业务，但现在国内同业纷纷迎头赶上，外资银行蜂拥而入，招商银行的优势并非特别明显。当然银行业未来一定会产生长牛股，还须仔细分辨。

保险业具有长期的稳定性，进入门槛较高，有一定的垄断性。但保险业与资本市场高度相关，因此具有一定的周期性，国内保险市场市场需求巨大、增长速度较高，一定程度削弱了这种周期性，但投资者在买入时依然应该根据其周期进行操作。

4. 服装业。

服装业是分散度很高的行业。消费者需求多样化、时尚化、复杂化、感性化使服装行业出现众多的细分行业。服装行业的多变性以及多如牛毛的服装企业使品牌变得格外重要，只有提升品牌形象，突出企业产品特色，才能从激烈竞争中脱颖而出，并获得高利润。聚焦战略是服装行业的有效战略，把有限的资源集中到某一细分产品上，突出品牌个性特征，才能使消费者留下深刻印象。七匹狼作为中国休闲服男装第一品牌，在市场上有很高的品牌知名度和美誉度，是企业坚持走专一化道路的结果，成长性令人期待。雅戈尔是男式西装、衬衫的领导品牌，具有完整的服装产业链，形成了较好的规模经济。受到人民币升值影响，出口减少，多元化中房地产业务短期能带来利润，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

长期则有可能成为风险来源之一。杉杉股份主业盈利能力不强，投入太阳能产业使未来不确定性增高。

5. 旅游业。

旅游业包括景点类公司、酒店、旅行社。除景点类公司外，连锁酒店也是值得关注的行业，但真正好的连锁酒店几乎都在境外上市了。景点类公司属于稀缺资源，具有垄断性，但成长性不高，主要依靠旅客增量和门票提价实现增长，具有一定的不确定性。景点类公司特别是像丽江、黄山、峨眉山这些热门旅游景点可以说没有真正意义的竞争对手，重点是如何获得成长。

6. 日用品。

日用品和化妆品基本上是外资公司的天下，像宝洁、联合利华、上海庄臣这种大公司，产品线几乎覆盖日用品所有领域，在这些领域中又是绝对的领导者。国内企业只能获得有限的市场份额，要成为领导者十分困难，其中上海家化、索夫特两家公司值得关注。

7. 连锁业。

苏宁是行业专业连锁零售商中最令人关注的对象，百货类连锁竞争空前激烈，国际连锁巨头已经齐集中国，当它们全部完成布局时，国内百货连锁业将一片血雨腥风，另外国药股份也值得关注。

8. 其他。

传媒业是盈利能力很强的行业。博瑞传播、中视传媒、电广传媒都不是真正的传媒股票，它们的大股东若能把真正的传媒资产注入，将会是不错的投资对象。

珠宝业是中国比较接近奢侈品的少数行业之一。尽管第一铅笔现阶段产品附加值不高，盈利能力也不强，但它有三点令人期待：第一，拥有百年老字号“老凤祥”；第二，拥有数十间连锁银店；第三，类奢侈品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

医药行业的机会和风险

医药行业的机会与未来

医药行业无疑是资本市场永恒的明星，世界各国的任何时期医药行业的总体平均回报率都居于前列。医药行业具有很强的稳定性，经济周期的波动会使大部分行业的需求发生巨大的变化，但只有医药等极少数的行业是例外，无论是经济繁荣还是金融危机，人只要生病了就必须治疗，因此医药需求的刚性是任何行业都难以媲美的。药品具有很强的专用性，每种产品对应着一种需求，人类的疾病种类成千上万，药品品种也越来越多。而且随着环境的恶化，人类越来越多的不良生活习惯，病患的人数也越来越多，寿命的延长也让很多慢性病药品的使用周期被大大地延长。医药行业子行业众多，市场巨大，投资者可以发现很多好的投资机会。但医药行业也有较差的子行业和企业，不能一概而论，特别是现阶段医改仍然在进行中，制度的变化容易引起企业盈利能力的大幅变动，投资者必须谨慎选择真正优秀的企业，否则很可能掉进陷阱。

中国的医疗改革让医疗市场呈现出前所未有的巨大成长空间和增长速度，过去国家对医疗的投入远远不足，医改前绝大部分的农村和偏远地区基本处于空白，这些地区的人口占据了中国的大部分，随着医疗体制改革的逐步实现以及城镇化进程的加速，这些巨大的需求将被释放出来。1992 年全国总人口 11.7 亿，其中城镇人口 3.2 亿，占比 27.4%，2008 年中国总人口 13.2 亿，其中城镇 6 亿，占比 45.6%。16 年间，中国人口增加 1.56 亿，增长 13.3%，同时城市化率提高了 18 个百分点。到 2015 年城镇化率达到 52%，到 2030 年达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

到 65%。

随着医改的深化，城镇居民的医保覆盖面也逐步扩大，受益人口不断增多，用药的广度和深度也被大大拓展。

人口老龄化是带动中国医药市场的另一大动力。人一生的用药大部分发生在五六十岁后，占比超过 50%。中国经济在分享了人口红利后正迅速迈向老龄化，2000 年到 2007 年我国 60 岁以上的老年人口由 1.26 亿增长到 1.53 亿，占总人口的比例从 10.2% 提高到 11.6%，预计到 2020 年我国老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平将达到 17.17%。老龄化人口的快速增长将带来医疗支出的大量增加，特别是肿瘤、心血管疾病、高血压、糖尿病等老年性慢性疾病用药市场将越来越大。

市场的大幅扩容和成长速度的提高使医药企业面临快速成长的历史性机遇，医药行业的规范化使产业高度集中，城镇化、经济增长与人口老龄化带来的庞大健康消费需求，医疗体制改革带来的行业高速成长契机，在这样良好的行业发展时期，医药行业中具有竞争优势的企业必将为投资者带来优良的回报。

医药行业的风险

行业的大发展对于优势企业而言是一个好机会，而对于弱势企业却可能是风险。优势企业抗风险能力强，即使是行业的调整也可以带来整合的机会，而弱势企业很容易在行业性风险来临时被淘汰。

医药企业现阶段面临最大的风险是医疗体制改革的不确定性，中国医改虽然已经进行了多年，也取得了一些阶段性的成功，但总体而言离目标仍然很远。药价越改越高，商业贿赂屡禁不止，愈演愈烈，而市场各方仍处于利益博弈时期。医改制度的执行差强人意，常常是头痛医头脚痛医脚，朝令夕改，上层制度建立了，到下面却不能执行或者完全变了样。例如基本药物目录发布已经一年多，但推行缓慢，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

地方各自为政保护主义严重，部分中标药企享受不到放量的好处，却要承受降价之痛，积极性大打折扣。在这样的环境下，未来医改各项制度仍存在着很大的变数，制度的具体执行能否到位也存在不确定性，药企在放量与降价的博弈过程中，盈利能力会出现大幅波动。

不同的子行业面对着不同的风险，大部分化学药企产品高度同质化，低端的产品只能依靠价格战抢占市场，利润微薄甚至难以生存，没有竞争优势的普通企业未来被大量淘汰整合是必然的结果。原料药具有较强的周期性，产品技术含量、附加值低，没有定价权，产品价格随着行业景气度和国际市场大幅波动，其风险并不比周期性行业低。生物制药、高端化学药企则存在较大的不确定性，若产品拥有专利并处于高速增长期则盈利能力强，成长性突出，但产品技术升级频繁，替代产品的出现可能导致企业的迅速衰落。相对而言中药子行业具有更高的稳定性，产品差异化程度较高，很多产品带有消费品属性，品牌能形成一定的壁垒，但也要具体问题具体分析。

医药企业另一大风险来自于产品的安全性，即使是国际上著名跨国药企也曾经频频陷入产品危机。国内鱼腥草注射液、舒血宁注射液等中药注射剂使用过程中曾出现医疗事故，2008 年以来的刺五加注射液、茵栀黄注射液、双黄连注射液相继出现使用致死事件，中药注射液备受质疑。其他药品子行业如血液制品等也存在着同样的产品风险，一旦产品出现事故，往往非死即伤，医药行业中很多企业主要盈利来自于同一产品，这种产品集中度过高也是高风险之一。

如何投资医药行业

医药行业细分子行业众多，主要包括化学制药、生物制药、中成药、原料药、医疗器械、医药商业等。OTC 中成药更类似于消费品，能够建立较强的品牌壁垒，产品的销售与盈利与品牌强度和企业营销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

体系高度相关。化学制药高端产品与高科技行业相似，研发费用高昂，一旦取得专利保护则能为企业带来巨大利润，但如果失败则投入的资本便颗粒无收。低端产品和 OTC 部分与消费行业类似，但由于同质化严重，利润微薄。生物制药的技术含量一般较高，产品也是高投入高风险高收益。低端医疗器械就是普通的制造业，现阶段增长普遍属于粗放型的增长，高端产品则具有较高的壁垒，能获得较高利润。医药行业就是批发与零售业，但与普通批发零售业不同的是有一定的地域和行政壁垒，企业最重要的竞争优势是规模。原料药属于一般的商品企业，并具有明显的周期性。

医药行业中最稳定且获利能力较强的是品牌中成药企业，云南白药、马应龙、片仔癀、天士力、东阿阿胶、同仁堂等都是耳熟能详的中药品牌，其产品具有一定的垄断性，市场占有率高，具有很强大的竞争优势，很多企业具有悠久的历史，产品美誉度极高，企业几乎就是行业的代名词，例如云南白药是伤科圣药，东阿阿胶是阿胶行业的绝对领先者，几乎没有具威胁的竞争对手，马应龙是痔疮药市场的垄断者，这些企业都能很轻松地获得较高的超额利润，是医药行业的投资首选。其他普通中成药产品有一定的差异化，很多企业也具有一定的品牌影响力，价格竞争比化学普药缓和。

化学制药中普药最多，市场也最大，但竞争也最激烈。化学制药低端产品由于产品成分单一，大部分的普药高度同质化，特别是处方类药企虽然终端客户是个人，但实际的购买决策者却是医院，因此难以建立顾客的品牌忠诚度，价格战激烈，因此利润较低。部分技术含量较高或者有专利保护的高端产品能获得较好的利润，肿瘤、糖尿病、心血管疾病等大病种的优势企业由于需求旺盛，产品具有局部的领先优势，也能获得较高的阶段性成长速度。例如信立泰的心血管药硫酸氢氯吡格雷依靠新药保护取得了几年的高速成长，恒瑞医药、双

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

鹭药业依靠肿瘤等大病种药获得了稳定高速的增长，中恒集团的血栓通获得专利保护，量价齐升，产品供不应求，企业也获得跳跃式的发展。化学药品中的麻醉药、精神类药和神经类药国家管制严格，技术含量高，行业进入门槛较高，基数较低，市场快速成长，竞争相对缓和，企业容易获得较快增长和较高的利润。其中恩华药业是比较优秀的代表，近几年平均增长速度在40%以上。化学制药行业由于应用较广，产品价格相对较高，受医改降价政策影响较大。

医药行业对医改流通政策敏感，医改政策对盈利的影响也较大。我国医药流通企业数量庞大，全国企业数量高达1.6万，未来不断的并购整合是必然的趋势。现阶段医药流通行业的管理秩序混乱，同质化严重，竞争激烈。中国药品价格虚高的主要症结在于流通领域，未来医疗体制改革将必然会提高进入门槛，压缩医药流通中间环节，使流通环节更简单，减少流通成本和寻租空间。基于这一判断，现阶段实力雄厚规模大的领先企业将会强者恒强，而规模小的企业将会被逐步淘汰。国药控股、华润医药、新上药三大巨头以及其他区域性的医药流通龙头企业将受益于医改带来的行业整合机会，但由于对医药流通企业盈利产生重大影响的一些政策如流通差价率等尚未落实以及未来可能出现的变化，医药流通企业在规模快速扩张的同时，盈利能力尚存较大不确定性。

医疗器械受医改政策负面影响较少，而医改带来的放量是低端医疗器械企业快速发展的一个契机。鱼跃医疗产品主要是制氧机、雾化器、轮椅车、血压计、听诊器等最常用的医疗器械，受益于医疗改革带来的市场容量扩展，近几年获得了60%以上的超高速增长，但这类企业缺乏真正的核心竞争力，成长依赖于行业，并非最优秀的长期投资标的。高端医疗器械企业则依赖技术壁垒和行政壁垒获得较高的利润，但一旦壁垒被突破风险也较大，并且存在被其他产品或解决方案替代的风险。这类企业必须保持持续的技术领先优势，因此研发投入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

较高，长期而言具有较高的不确定性。

生物制药子行业的发展需要强调企业的创新能力，研发能力是该类企业的核心竞争力。生物制药也是暴利与风险的综合体，研发的高投入和高不确定性使企业盈利能力大幅波动，而一旦产品具有独特性或者遇到重大机遇，可能在短时间内获得较高收益。例如华兰生物因为甲型 H1N1 流感疫情全球蔓延而出现业绩爆发性增长，股价也出现持续上涨。血液制品、疫苗等受政府较严格的管制，政府采购也是疫苗生产企业收入的一个重要来源。血液制品子行业因为对产品的安全性、高品质要求较高，并且新企业和新血站的审批极其严格，因此能形成一定的壁垒。上海莱士、华兰生物都获得了稳定而高速的增长，未来这种趋势仍将持续。生物制药的高投入有时候未必就能获得高收益，例如部分疫苗由于研发周期较长，资金和时间成本较高，最终却未必能成功，即使成功综合成本也很高，因此风险较大。

原料药具有较明显的周期性，产品价格和销售量与国际市场密切相关，盈利容易大起大落，应该按照周期性行业的特性进行投资。

医疗体制改革对所有医药行业是机遇也是风险，政策的变化常常带来企业盈利能力的巨变。但无论怎样改，具有强竞争优势的企业最终都会是最大的受益者和最大的赢家，对于弱势企业来说则可能受益有限甚至造成负面影响。所以现阶段投资医药行业应该选择子行业的龙头企业，而不能因为看起来便宜而选择弱者。

互联网及高科技行业

高科技陷阱

科学技术是第一生产力，重大的技术革命使传统企业的生产效率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

和社会整体效率得到飞速的提升，科技进步的实质是为传统行业提供更先进和更高效的工具。每一次技术革命最终都由于人们对新技术的过度乐观而形成技术泡沫，技术泡沫创造了巨大的经济基础设施，改造了商业模式，最终大大提高了社会的收入和财富。但作为基础设施的生产制造企业，由于社会的过度投入，竞争十分激烈，而技术泡沫的末期，更有大部分的企业因为需求的骤然下降而消亡。技术革命为社会作出巨大的贡献，但作为技术类企业的股东，并不一定能获得很好的收益。

常常有人不断地极力鼓吹新技术发展所带来的前所未有的变化，实际上大多数新技术最后只是成为了人们日常生活和生产的诸多工具中的普通一种，铁路、汽车、飞机、个人电脑、移动电话、互联网，等等。当这些新技术第一次出现的时候，人们顶礼膜拜，资本市场出现大批短暂的神话，这些神话像绚丽多彩的烟花，瞬间的灿烂后便消失得无影无踪，高潮过后遗留下来的只有寥寥可数的幸存者。能够持续稳定发展二三十年的科技企业凤毛麟角，持续稳定发展成为科技企业的一种奢求。

科技神话的暴富效应使许多投资者不能忘怀，总认为自己能成为下一个神话的创造者。实际上作为普通投资者，投资科技类股票无异于火中取栗。现代社会科学技术日新月异，技术类企业需要不断地投入大量资金进行研究和开发，才能维持竞争优势。一旦出现决策失误，便很容易令公司陷入巨大的财政困境。技术行业的易变、更新频率高的特性决定了并非单凭了解企业本身就能预测企业的未来，企业能否取得成功更依赖瞬息万变的外部环境。技术行业发展方向和竞争对手的状况是难以把握的，可以说技术行业不在任何人的能力圈可控范围内。即便是比尔·盖茨，也不可能预测 IT 行业的未来发展趋势，也不会知道何时将突然出现对现存企业产生毁灭性打击的新技术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

技术类股票投资者常常把希望寄托在技术垄断上。技术垄断通常都不具可持续性，技术呈现出明显的跳跃式的发展模式，可替代性很强。某一个技术暂时领先了，下一个升级技术极有可能就被另外的竞争者所替代，领先者很快变成了落后者。强大如英特尔的发展也是数度起落，资本市场上更出现过80%以上的跌幅。像微软这样凭借技术垄断和转换壁垒牢牢掌握住市场的公司，也许只此一家，但即便是微软盖茨也还是会常常担心突然有一天被新的竞争者所击败。

许多投资者认为巴菲特回避科技股，是因为巴菲特年龄太大，不能理解科技行业。以巴菲特渊博的知识、睿智的思维和丰富的经验，即使是当今华尔街最顶尖的科技行业分析师都未必敢说一定比巴老强。而且二三十年前年富力强的时候他也是采取同样的态度，非不能也，乃不可能为也。真正的原因是科技行业变幻莫测，辉煌的企业可能一夜之间就被迭出的新技术所打败。

同属技术型行业的制药业要比高科技业稳定性好，成功率也高很多。但制药业同样面临高技术高投入高产出高风险的特性。巨额资金和时间成本的投入，面对的却是巨大的不确定性，要么财源滚滚，要么颗粒无收。而且专利保护期有限，要获得持续的发展，医药企业必须保证能够不断成功地创新和突破。所以技术型医药行业也是具有很大的不确定性行业。

投资技术股成功的可能性是有的，甚至一夜暴富也是可能的，但面对这样的不确定性和可能血本无归的巨大风险，和投机就很相近了。技术类企业不应该成为长线价值投资者的选择。

互联网不属于高科技行业

互联网企业的历史很短，经历2000年以互联网企业为首的高科技泡沫后，投资者自然而然地把互联网企业归属于典型的高科技企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

业。技术型企业的显著特征之一就是拥有自主技术专利，并且不断通过技术创新占领市场，大部分的互联网企业显然没有这种特征。早期的电话制造企业属于高科技企业，电话公司利用电话设备，则并不属于高科技行业。仔细分析高科技行业的特性，会发现绝大部分的互联网企业更接近于传统行业，互联网企业更多是商业模式的创新，而不是技术创新。

互联网技术日新月异，属于典型的高科技行业，但互联网技术只是互联网企业经营业务的基础设施，互联网企业大部分是技术的购买者，而不是创造者。互联网企业的商业模式一旦确定，就很少产生重大转变，Ebay、淘宝一直是拍卖，Yahoo、新浪一直是门户，Amazon、当当一直是书店，Google、百度一直是搜索，改变的只是深化、细化原有业务和在相关领域的延伸。所以互联网企业比高科技行业具有更高的稳定性、更容易产生垄断。正如不能因为可口可乐公司使用了大量的电脑设备、网络设备就把它称为高科技企业，互联网企业也不应该属于高科技行业，而且事实上互联网企业并不具备高科技行业的很多特性。由于大部分互联网企业的终端客户是个人消费者，它们在某些方面反而更具备消费行业等传统行业的属性。

实际上互联网只是一种新型的类似于电话、电视等的沟通、媒体工具，我们可以把互联网企业看成是以互联网为平台经营多种传统业务的综合型企业。内容提供属于媒体，互联网增值、移动增值属于代理业务，网络游戏、商城属于产品销售，拍卖、行业专业网站属于中介类型。综合来看，B TO C、C TO C 网站的消费行业属性更强，B TO B 则属于贸易中介。

现阶段互联网大部分项目是免费的，人力资源和设备成本较高，收入项目要覆盖所有成本，因此盈利能力大打折扣，特别是对那些大而全的企业。各细分行业的龙头对相应领域的客户资源有垄断性，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

企业是否能获得高额收益的关键在于能否把这些垄断资源通过产品创新和费用控制高效地转化为收入和利润。对客户有直接收费能力的如当当、Google、百度、阿里巴巴等能获得持续良好的现金流和成长性，而依靠同质化严重的广告、收费邮箱等间接收入的网站如新浪、Yahoo，则表现出较大的波动性。网站的专业性越强，生命力越强。

现在互联网行业仍然稚嫩，新商业模式层出不穷，行业变化较快，行业稳定性还不高。当行业得到充分发展，商业模式趋于成熟的时候，互联网行业的属性将越来越趋同于传统行业，而区别于高科技行业。那时候，腾讯、新浪、百度等网络巨头的强势品牌价值将得到更充分的体现。

新能源中的泡沫

每一次技术变革带来更多的是社会进步，造福的是大众而非股东，大量投资带给投资者的很可能是陷阱而非馅饼。2000 年的互联网热潮大大提升了生产效率和降低了社会运作成本，但当年能真正从中获取高额回报的投资者却是极少数，留给投资者更多的是大幅亏损的伤痛。

新能源毫无疑问是最近几年乃至未来数年最热门的行业，然而新能源行业大部分细分行业现在仍然处于画饼阶段，即使未来市场发展空间巨大，也不可避免地将重复所有新兴科技行业的发展历程。新能源泡沫很可能是互联网泡沫的翻版，最终真正的成功者寥若星辰，少数伟大企业诞生背后的大部分企业一开始就只能注定是牺牲者，失败者将会是投资者的噩梦。投资者却难以抵挡概念炒作一夜暴富的诱惑而深陷其中，新能源行业一段时间内可能会成为投机者的天堂，但大部分人将在获取阶段性暴利带来的快感后，最终付出沉重的代价。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

然极少数独具慧眼的投资者也许能从中找到下一个微软，下一个思科。

新能源的行业特性与当年的 IT 及互联网业很类似，面对的似乎是无限的市场空间，新技术层出不穷，行业面临爆发性的增长。同时竞争异常激烈，新进入者多如牛毛，很多细分子行业可能瞬间被替代而消失。从技术开发、产业化，到需求的真正出现再达到高峰需经历漫长的时间，然而企业能获取超额利润的时间却很短，产业环境、技术、竞争对手等诸多易变因素使得判断最终胜者难于登天，机会后面更多的是风险，下注跟赌博相差无几。美好的前景让热门行业常常在真正需求尚未出现前已经形成投资泡沫，比 IT、互联网业更糟糕的是，新能源产业的研发费用和硬件投入更加巨大，这种投入在远没有看见盈利前景的情况下就必须进行。很多企业在产品技术不成熟，或者主流发展方向尚未明确时就大量盲目投资，大部分的投资注定回报微薄甚至打水漂。

前有多晶硅泡沫，后有“锂”泡沫，相信未来新能源领域还将出现很多的阶段性泡沫。最近两年，“锂”概念从矿资源到电池再到电动汽车及下游相关产业，整个产业链无论是产业投资还是股价都进入了疯狂的阶段。锂资源概念股成飞集成短短几个月上涨 4 倍，成百上千的企业一窝蜂投资锂电池，专家预测全球汽车用锂电池产业到 2015 年产能至少是实际需求的两倍，到 2017 年汽车电池行业将坍塌，只有 6 到 8 家生产商能够存活，泡沫破灭后将付出惨重代价。国内各大汽车巨头也纷纷投入巨资到电动汽车领域，到 2012 年的新能源汽车领域投资将增至 1000 亿元。某著名财经专家撰文对此嗤之以鼻：“等着瞧吧，电动汽车不过是一个浪费纳税人无数血汗钱的概念。每当汽车业陷入困境，总会拿新产品说事，这就是汽车业得以吸吮资金活下来的方式。”可以想象现阶段被热捧的锂电概念未来竞争的惨烈和企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

业获取利润的艰难。

新能源行业的复杂性和易变性使其难以成为普通投资者的良好标的，也许只有成为新能源行业的技术专家，进行投资才有几许的胜算，而投资新能源行业选择杰出的领导者也许比选择企业更重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

第七章

企业研究有方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

决定企业是否能持续发展的因素有很多，竞争优势、市场空间、行业稳定性、可持续发展性、企业的盈利能力等都是决定企业利润能否长期持续增长的要素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

如何分析企业

企业作为个体如果没有竞争力，即便处于很好的行业也是徒劳。好行业还要好企业。我们可以通过分析波特的五力竞争模型和企业的基本面情况、经营情况、财务数据等对企业基本面作出综合评价。

波特的五力竞争模型

五力包括顾客、供应商、竞争者、潜在新进入者、替代品这五种基本竞争力量。

1. 客户议价能力。

行业处于买方市场，则卖方要么通过差异化经营获得超额利润，要么只能竞相打折降价争取买方。相反的话，产品供不应求，卖方很容易就获得超额利润。茅台是经典的例子。

2. 供应商议价能力。

与顾客相类似，只是企业的角色由卖方转变成买方。除非是卖方稀缺资源，一般企业对供应商都处于强势地位。

3. 竞争者之间的角逐。

这是五力中最重要的一个力量，企业是否处于强有力的竞争地位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

是决定企业存亡的重要因素。

4. 潜在新加入者的威胁。

如果新加入者拥有新的生产能力和强大的资源，对行业将形成巨大威胁。

5. 替代品的威胁。

替代产品的价格如果比较低，而且性能优越，对现有产品有致命性的打击。替代品可能完全替代现有产品，也可能部分替代。但无论是哪种替代品都会使本行业产品受到严重打击。科技类产品最容易出现替代品。

是否拥有持续的核心竞争力

核心竞争力是企业能长期持续发展并取得胜利的关键所在，核心竞争力是企业拥有的优于竞争对手，使企业在竞争过程中处于有利地位，而竞争对手又难以模仿或超越的竞争能力。拥有核心竞争力的企业比较容易在激烈的竞争中脱颖而出，获得优于市场平均值的超额利润。核心竞争力可以是优质的产品、高端技术、优秀的管理团队、强大的品牌等，不同类型的核心竞争力形成的壁垒高低不等，投资时需要谨慎评估。

是否拥有特许经营权

拥有特许经营权的企业相当于获得了一定的垄断地位，是企业核心竞争力的一种类型。但行政性的特许经营权除外。

企业战略是否清晰和正确

企业战略主导企业未来的发展方向。现代商业社会越来越复杂，竞争越来越激烈，市场环境变化也越来越快，这就要求企业管理层根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

据自身的资源、优势不断调整企业的步伐、方向以适应市场竞争，获得更好的发展机会。只有拥有好的战略，才能前瞻性、系统性地进行这种调整，让企业有条不紊地应对市场的变化。如果企业的战略定位不清，企业就可能如无头苍蝇般到处乱撞，在竞争中处于被动。没有战略的企业必然失败，战略失误也会带来毁灭性打击。

企业在行业所处的地位

行业发展过程中往往是强者恒强，拥有规模和先发优势的龙头企业常常能笑到最后。行业龙头企业通常拥有更优质的产品，更优秀的人才，更雄厚的实力，因此能获得更好的发展机会和更大的发展空间。在激烈的竞争中龙头企业更稳定，而中小型企业由于资源方面的劣势，很容易在竞争中失败。

市场份额

市场份额是判断企业行业地位的关键指标之一，拥有高市场份额意味着企业是行业中的优势企业。高市场份额并不代表一定就是好的投资对象，过高的份额也意味着企业的发展空间有限，而如果行业整体盈利能力较弱，企业的高市场份额也不能带来高利润。

是否有稳定的经营史

历史虽然不能决定未来，但经营历史能为判断企业的竞争优势、盈利能力等方面提供重要的参考。通过分析企业的发展历史可以看出企业所处行业竞争是否激烈，企业的行业地位，盈利是否曾有大幅波动等重要信息。拥有长期稳定经营历史的企业通常能把这种趋势延续下去，而盈利大幅波动的企业往往不是优秀的投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

管理层是否诚实、优秀，大股东是否诚信

管理层的诚实比能力更重要，而大股东的诚信也是不能忽视的。无论古今中外，证券市场的欺诈事件从来没有间断过，其中企业管理层、大股东往往是始作俑者。远者安然、东方电子、银广夏等案例耳熟能详，近者如绿大地、联信永益，这种管理层、大股东的欺诈行为带给投资者的打击常常是毁灭性的，特别是对中小板和创业板企业，必须更加注意这方面的问题。

是否多元化

多元化通常是危险的，特别是跨行业的多元化带给企业更多的是失败。管理层通常有盲目扩张的冲动，那些现金流充沛的国有企业更是如此。企业在一个行业内成功并不代表它能在另一行业中也同样优秀，因为在新行业中新进者都处于竞争劣势，缺乏经验、资源，因此失败的概率很高。对于经营范围宽广，涉足行业众多的企业需要加倍小心。

研究财务数据

历史财务数据可以让我们对企业的历史经营情况、资产情况、盈利能力、成长能力和偿债能力等有全面的了解。数据应该追溯到尽量早的历史，有可能的话最好是企业存续期内的财务数据都看一遍。

企业基本面分析的八大误区

一、以偏概全

只看到企业一两个也许不是决定性的优点，就认为是优秀的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

对象。决定企业是否能持续发展的因素有很多，竞争优势、市场空间、行业稳定性、可持续发展性和企业的盈利能力等都是决定企业利润增长能否长期持续的要素。仅仅看到市场空间而忽略市场的竞争态势、企业的竞争优势，就很可能选择了弱势企业，例如光明乳业虽然与伊利同处快速增长的乳业，但它处于竞争劣势，盈利能力和利润成长远逊于伊利。而仅仅看到企业的竞争优势而忽略了未来的成长空间，则可能会选择了只能保持稳定性而缺乏成长性的企业，例如申通地铁处于垄断性的公用事业行业，但其价格受到政府管制，而扩张空间也不大，利润连年没有增长。因此考察企业的时候要全方位衡量，并抓住企业的核心竞争力，没有竞争优势的企业宁愿放弃。

二、包含个人感情色彩

生活中喜欢某一品牌，或者持续跟踪某一企业许多年，在判断企业基本面时包含大量的感情因素，只看好的方面，或者夸大企业的优点，对问题视而不见。企业的发展都是动态的，没有任何一家企业能永远处于高速发展阶段，所以即使曾经为投资者带来丰厚回报的企业，也要以客观理性的态度分析判断。林奇告诉投资者，生活中可以找到很多投资机会，后来他又补充说不是每一种消费品都是值得投资的，而仅仅是给投资者一种提示。

三、受舆论误导

某一阶段市场热衷于某一行业、题材或概念时，就认为这类企业都很好。追逐热点进行主题性投资是绝大部分投资者和机构最喜欢做的事情，这是符合人性的，因为在投资者的思维中这样代表着快速致富，高效运用资金，客观结果证明这种想法完全是错误的。这种策略本身彻底背离了长期投资策略，同时很多舆论本身也并不了解事情的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

真相而胡乱报道，股评家们大部分是马后炮，概念和题材的投机更是投资者的毒药。

四、道听途说的信息作为分析的依据

以一些谣传和非正式渠道获得的不准确的消息作为分析依据，网络的存在让这种信息更加泛滥，很多投资者由于误信这类信息而损失惨重。其实随着信息披露制度的不断完善，以及网络中海量的信息，公开信息已经完全能够为投资者提供充足的资料进行企业研究，投资者完全没有必要捕风捉影地听信不准确的信息。

五、胡乱发挥主观想象力

脱离现实、不切实际地为企业未来勾画出美好的蓝图。特别是新上市的企业，招股说明书总是尽力夸大其辞地把企业描述得前景灿烂，前途无量，如果投资者轻信这种言论，很可能会掉入大股东的成长陷阱。对于一些被看好的企业也应该抱着务实客观的态度进行分析，多寻找企业的劣势和缺点，根据市场的实际情况和企业的竞争优势预测企业可能出现的情况，而不能只看到并夸大有利的因素，这样分析出来的结果往往与事实不符。

六、一厢情愿地以过去业绩推测未来

没有很好地分析市场和行业的变化，只根据企业的历史就简单地推测出企业的未来。企业的历史只能代表过去，投资者不能简单地以过去对未来进行预测。例如一个企业过去以100%的速度增长了两年，投资者就不能轻易得出未来依然一定能如此快速成长的结论，相反因为过去的增长速度过高，未来速度快速放缓甚至负增长的概率是很高的，当然这个要具体问题具体分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

七、简单类比

没有分析企业个体的差别，同行业公司简单地进行类比，得出 A 公司股价多少，同行业 B 公司价格就应该是多少的结论。其实这种相对估值法完全没有依据，因为可能的情况是 A 公司本身已经高估，也可能 A 公司是行业的强势企业，而 B 公司是弱势企业，A 的基本面情况远远好于 B，未来的成长性也远高于 B。所以研究企业价格时应该根据企业本身基本面的状况进行估值，而不应该根据其他企业进行判断。

八、轻信一些没有诚信的上市公司

不加分析地轻信上市公司许下的业绩诺言，有时候理性地分析一下市场状况，就能知道是谎言。有时候企业管理层本身也难以预测未来的发展状况，也有的管理层是故意误导投资者。投资者研究企业时应该尽可能多地收集企业全面的信息，根据行业的发展状况、企业本身的情况进行独立地判断，而不能轻信任何人的一面之词。

中小企业的机会和风险

随着中国经济转型以及国家大力发展中小板、创业板市场，未来中国资本市场中小型股票数量将出现指数级的增长。这些企业很多是隐形冠军或新兴先进制造业细分龙头，行业处于起步阶段，发展空间巨大。这些企业通常具有先发优势和较强的竞争力，可能为投资者带来大量的新机会。当然绝大部分中小型企业并不具备长期投资价值，部分还有很大的潜在风险，但这并不妨碍从中找出类似苏宁、腾讯这样具有坚强壁垒而且市场空间巨大的超级成长股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

中小企业的风险

中小板和创业板只是主板外的另一投资平台，不要因为疯涨而神化或高估中小企业，未来估值回归常态不可避免。研究一下 2007 年以前 IPO 的中小企业就会很明显地发现，大部分中小企业的持续发展能力远比不上很多主板的优质企业，能稳定持续增长的少之又少。中小板和创业板平台的优势在于一旦发现真正优质的标的，能带来巨额的回报和高速的资本增值速度，但这种机会其实远没有想象的多。

中小企业数量众多，进人门槛较低、技术含量不高，良莠不齐。是几条生产线就可以快速大规模生产的热门行业，即使拥有广阔的行业成长空间，企业也未必能获得良好的回报。这些行业通常会成为关注的焦点，诱人的前景吸引大量产业资本蜂拥而入，行业快速进入产能过剩阶段，企业利润被迅速压缩，难以产生真正好的投资机会。

创业板曾经被投资者寄予厚望，然而创业板中的很多企业规模较小，业务处于起始阶段，无论是经营者的管理能力、经验还是企业的组织架构、商业模式都尚未成熟，竞争优势不明显或者产品市场需求未大规模出现，因此成长速度及市场空间常常反而不如规模更大的中小板企业，失败的概率也远高于它们。中小板企业规模虽然相对较大，但各方面条件都比较成熟，已经形成较为稳定的盈利能力，竞争优势更突出，商业模式更成熟，所以成长的确定性更高。

IT 行业无论是软件还是硬件都容易产生过度竞争，即使收入不断增长，利润也会因价格战或技术升级导致增长缓慢甚至日渐微薄。例如汉王科技主业增长乏力，2009 年依靠电子书出现爆发性增长，但与其他电子消费品一样，电子书很快便进入白热化竞争，好光景也就两三年时间，再如之前介绍过的新能源行业的多晶硅。

同时，也不能盲目相信技术壁垒，除了类似医药行业的专利保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

护，中国大部分的技术壁垒都是脆弱甚至是虚假的。新的商业模式、区域性、综合性技术、实体网络等结构性壁垒形成的护城河反而更具持续性和稳定性。具有结构性壁垒、增长速度较快的高端先进制造业，细分行业容量不大，不会成为资本追逐的对象，可能出现较好的投资机会。投入产出需要较长时间或营运生产较为复杂的高成长行业，由于资本的急功近利而被忽略，行业竞争者较少，龙头企业通常具有较大的领先优势。

另外，中小企业一个重要的风险来源于大股东和管理层，大部分中小企业是家族企业，管理制度不规范，大股东存在道德风险，也可能更有动力做出损害小股东利益的行为，欺诈风险也远高于大企业。

联信永益2010年3月18日上市，仅仅10个交易日后，当时的董事长陈俭即被刑拘，5个月后第二任董事长彭小军又因涉嫌单位行贿罪被刑拘。联信永益的主营业务也大受影响，2010年中期出现亏损。其他中小企业管理层和大股东发布虚假信息，业绩做假的现象也是屡见不鲜。

寻找中小企业中的机会

寻找优秀中小型企业的第一原则仍然是确定性。稳定性、可持续性、壁垒以及广阔的市场空间缺一不可。优质的中小企业也是稀少的，不能因为短期或局部的少许优势就妄下判断。中小企业大多经营历史较短，持续深入的跟踪是必需的，只有那些具有可持续竞争优势的企业才真正具有长期投资价值，这样的企业寥寥无几。虽然困难，但只要坚持保守的原则谨慎甄别，中小企业中也能找到既安全又能获得高额回报的股票。

不同的投资风格和风险偏好可以选择不同类型的投资对象，根据确定性和风险的不同，值得关注的中小上市公司大致分成以下几类：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

1. 竞争优势明显，快速成长。

具有较高的结构性或品牌壁垒，稳定的长期市场环境，较强的扩张性和较高的增长速度，盈利能力强并具可持续性，行业出现过度竞争的概率较低。例如七匹狼、格林美、爱尔眼科都有潜力成为这样的企业。

2. 具有较强的竞争优势，稳定成长。

具有一定壁垒，行业竞争格局稳定，细分行业龙头具有较大优势。但由于市场容量较小，行业增速不高，难有爆发性成长，盈利长期稳定增长。例如钢研高纳、机器人、桂林三金。

3. 阶段性的竞争优势，快速成长。

具有确定性很高的阶段性高成长，并且新竞争者难以快速进入。细分行业龙头有先发优势，而且因为行政保护、地域性或产业链的复杂性使新入者进入行业需时较长，时间差使龙头企业能充分享受行业高成长，例如东方园林、东方雨虹、信立泰、红日药业、吉峰农机。

4. 竞争优势不明显，行业性高增长。

基本没有壁垒，但行业爆发性高成长带来阶段性机会，高成长弥补了企业本身的不足，同时由于所处并非热门行业，高增长不容易快速引致过度竞争，例如三维丝、鱼跃医疗。

真正优秀的企业凤毛麟角，投资者需要有火眼金睛仔细辨别。新上市企业都有过度包装之嫌，不要被漂亮的报表、宏图伟愿和股价的短期涨跌所迷惑。招股说明书会把前景描绘得引人入胜，但大部分企业却常常富不过三年，刚上市的一两年维持高速增长，第三年增速便大幅下滑甚至出现负增长。投资者不应该盲目相信管理层或研究报告，应根据所处行业的产业特征和竞争态势，结合企业的实际情况作出独立判断。没有较大把握时就不要急于投资，待对企业进行充分的考察直至真正充分了解为止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

中小企业通常存在不确定性，投资时应严格控制投资比例。无论成长性有多高，都不能以钻石的价格买金子。现在很多中小型股票都在以“市梦率”交易，盲目买入未来戴维斯双杀很可能带来巨大损失。

一定要关注的财务指标

净资产收益率

净资产收益率（简称 ROE）是净资产创造价值能力的体现，也是能真正如实反映企业经营情况的指标。投资的本质就是赚钱，投入多少钱，每年能赚多少，这是最直观的。它是衡量企业为股东创造价值的效率的指标，直接反映股东权益的使用效率，是反映企业盈利能力最重要的指标。

大部分投资者（包括大部分的基金经理）只盯着净利润增长率，有的则试图用总资产收益率（简称 ROA）代替净资产收益率。但实际上只有 ROE 才能客观真实地反映企业的盈利能力。

净利润的增长并不能反映企业获利的能力，大部分企业都会把盈利保留作投资，作为增加下一年度利润和股东权益的一种手段。那么利润增长 8%，股东权益也增加 8% 是很自然的事情，这跟把钱存在银行后就能获得利息没什么区别，并不能反映企业的竞争优势和管理绩效。另外，净利润增加也并不代表一定能为股东创造价值。由于企业融资是比较常见的事情，单纯把注意力集中在净利润增长率很可能会被误导。账面上净利润总额持续成长，但实际上如果经过融资摊薄后，很多股东权益的增长会远慢于净利润增长率，甚至出现负增长的情况。所以投资者不要被净利润增长率所迷惑，特别是那些经常需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

融资的企业。

ROA 也不能直接地反映企业为股东创造价值的能力。ROA 是分析企业盈利能力的最重要指标之一，影响 ROA 的因素包括管理者运营资产获利能力以及行业的平均投资回报率等，二者都是决定股东权益报酬率的重要因素，但并不是全部。如果行业竞争不激烈，平均回报率高，相应的 ROA 也高。在同等的经营环境下，企业管理层运营效率高，成本管理合理，或者利用资产杠杆的能力高，则 ROA 也较高。

不同企业负债率差异巨大，同样的 ROA 会带来不同的 ROE。ROA 高的企业 ROE 不一定高，为股东赚到的钱不一定更多。例如假设企业 A 的行业特性或商业模式适合持续利用高财务杠杆获得高的回报率（例如苏宁这类轻资产型企业，而又能快速复制盈利模式的企业），而行业的特性决定企业 B 不适宜使用高杠杆（例如一些公用事业企业）。那么，即使企业 B 的 ROA 高于企业 A，企业 A 的 ROE 却很可能远高于企业 B。这时企业 A 的单位股东权益获得的回报就高于企业 B，因此单纯从这个角度就可以认为企业 A 的价值高于企业 B。当然真正判断时，还要考虑高杠杆的可持续性以及对经营产生的风险和其他基本面情况。

另外，高净资产收益率表明企业具备获取超额利润的能力，这种情况如果能持续，说明企业拥有一定的壁垒，ROE 越高，表明壁垒越强大，未来持续获得超额利润的可能性也越大。无论什么行业，ROE 的标准都应该是统一的。若行业整体 ROE 都低，则表明这个行业不值得投资。

对于具有壁垒或者竞争优势强大的企业，ROE 一般都会比较高。云南白药的 ROE 从 2000 年开始持续提升，2008 年更高达 40%，股价也基本没有回头地一直上涨。东阿阿胶从 2002 年开始 ROE 持续低迷，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

徘徊在 10% ~13%，股价表现也并不出色，而近几年持续提高至 20%左右，盈利和股价也大幅上涨。

ROE 能真正体现股东的获利情况，而由于负债等其他资产的存在，虽然通过 ROA 可以了解企业盈利能力，但并不能看出实际的投资回报率。高净资产收益率代表着企业源源不断地为股东创造价值，回顾历史会发现那些净资产收益率持续超过 20%的企业会获得很高的溢价，也会带给投资者很高的长期回报率，因此选择股票首先要看的应该是净资产收益率。

净利润增长率

净利润增长率是反映企业成长性的重要指标之一。但高净利润增长率并不代表股东一定能获得高回报，具体情况具体分析。如果成长要依靠不断融资才能实现，而 ROE 不能保持或同步提高，则表明股权的稀释降低了成长为股东创造的价值，投资者未必能获得高回报。另外要考察成长的质量高不高，是否能持续等。所以净利润增长率并不能很直观地反映企业真实本质的情况，要结合其他基本面才能较好地进行判断。否则很容易掉进高增长陷阱。

伊利股份从 1997 年到 2005 年 9 年间利润上涨 4.5 倍，但由于伊利股份的发展依靠持续的融资，而且新增资产的盈利能力跟不上造成了摊薄效应，每股利润实际上涨 2.5 倍，ROE 平均只有 11%左右，9 年间股价的复合年收益率不到 10%。

毛利率

毛利率是考察企业盈利能力的一个重要的指标，不同行业毛利率差别较大，当然越高越好，像茅台这样毛利率高达 50%以上的企业，很可能就是好的投资标的。由于净利率可以通过费用控制或其他手段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

进行调整，不能直观地反映企业产品的竞争力，而毛利率避免了这些影响，能直接反映企业的盈利能力和竞争力，高毛利率通常是拥有壁垒的特征之一。高毛利率不代表高的净利率，如果企业费用控制不当或者行业的特殊性都会造成高毛利率低净利率的现象。如服务性行业一般毛利率都较高，但具体企业净利率却千差万别，这与企业的经营效率和费用控制能力有较大的相关性。

医药行业毛利率普遍很高，很多产品都超过 60%，江中药业主要产品超过 70%，马应龙 73%，双鹭药业 82%，华兰生物的产品基本超过 60%，个别还高达 90%，因此很多医药企业都获利丰厚。连锁超市行业毛利率普遍不高，一般不超过 20%，但优秀的企业却能带给投资者丰厚的回报。沃尔玛毛利率只有不到 20%，但通过高效的运作和成本控制，庞大的规模，沃尔玛获得了持续的高成长。

净利率

净利率能比较综合地反映企业盈利能力，是影响企业实际营运绩效的主要指标。通常净利率越高越好，但不同行业净利率应有不同的标准。有些行业净利率很低，但资产周转率高、营业收入高，则一样很有投资价值，家电连锁业就是典型代表。苏宁电器的净利率只有 5% 左右，但它的净利润增长率持续在 30% 以上，ROE 也基本持续保持在 20% 以上，因此投资者获得了很高的回报率。

负债率

负债率过高意味着高风险，企业的负债支付能力很重要，一旦周转出现问题，可能牵涉到企业的存亡。有时高负债率不一定代表高风险，深入分析才能得出正确的结论。例如若是应付账款很高造成的高负债率有时还是好现象，表明企业可能对供应商处于强势地位，当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

这个也要具体问题具体分析。

黔源电力是水电企业，其产品盈利能力还是不错的，但负债率高达92%，财务费用大量地吞噬利润。2009年黔源电力营业收入8.1亿元，财务费用竟然高达3.5亿元，净利润则只有0.33亿元，2010年上半年更是处于亏损状态。房地产行业是另一个容易出现高负债率的行业，行业景气度低谷时企业常常因资金链断裂而倒闭。高负债率的企业投资者都要十分警惕，高杠杆造成的恶果通常是很严重的。

还有一些投资者对破净的股票有很大兴趣。账面价值只是观察企业净价值的一个参考，每股账面价值为10元的企业，8元买入，不要就认为以8折买到了便宜货。盈利能力低下的资产价值本身应该大打折扣，而且即使是表面上一清二楚的账面价值也很可能包含水分，企业真实的资产价值往往与实际价值存在巨大差异。香港许多股票长期以净资产几分之一的价格交易就是明证。

企业记录在报表中的设备、存货、设施价值数据很可能与实际严重不符。例如，一些IT专用设备已经过时，毫无用处，仍然会按正常折旧后价值记录在固定资产中。当年巴菲特的纺织厂关闭，织布机的账面价值高达80多万美元，而实际拍卖中只卖了十几万美元。存货的价值也常常很容易被大幅高估，纺织品公司服装根本卖不出去，但仍按市场价格记录在案，其实际价值一文不值。相反一些企业的商誉、隐蔽型资产以大大低于实际的数据显现在报表中，如数年前购买而已经大幅升值的原材料，会以购买成本价格记账。商誉、土地、房产等也往往以很低的成本价格进行记录甚至没有被记录。我们在评估企业净价值时，最好能以清算价值作为评估标准。

若能正确评估企业的净资产，可能会找到一些投资机会。资产隐蔽型企业是林奇6种基本类型公司中的一大类，他虽然最喜爱的是快速增长型公司，但资产隐蔽型公司也是他重视的获利机会之一。破净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

企业和资产隐蔽型企业的获利机会并不容易把握，以净资产为标准投资股票，应该预留更大的安全边际。因为买入后等待价值发掘的过程可能很漫长，期间企业经营也许会恶化，隐形资产也可能大幅贬值。现代资讯发达，信息被充分而快速地传播，隐形资产被大幅低估的机会也大大减少，因此这类机会可遇不可求，并非是能持续获利的方法。

提防财务陷阱

财务报表是基本面分析的重要工具，同时财务报表存在着众多的陷阱。财务数据造假与合法的财务调整都能误导投资者，我们不能指望所有上市公司的管理层都能遵纪守法如实地反映企业的经营状况。要避开财务陷阱，就要对上市公司玩弄的财技有所了解，找出需要关注的重点。

正常情况下，经营性现金流应随净利润增加而同步增长。如果经营性现金流增长持续落后于净利润增长，则需要小心。造成这种情况的原因很多，如企业为获得更多的业务而放松信贷条件，业务扩张过快存货激增等。这些都可能给企业经营带来潜在的风险。对于自由现金流差的情况，具有反身性特点的公司比较特别。这类公司资金需求度很强，一般属于轻资产型公司，高速扩张的过程中，利润几乎全部被转化为再投资，自由现金流数据不会很优秀。与重资产型公司不同，轻资产型企业再投资一般用于快速复制盈利单位，融资过程中能保持很高的资本回报率，也就是再投入资本能不断为股东创造更高的价值。重资产型公司则通常资金利用率低下，再投资资本回报率比资本成本还低，长期而言资本支出将侵蚀企业价值。

非经常性损益包括股权转让、股票投资收益、公司重组费用等一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

次性损益。非经常性损益可以突发性增减盈利，一般不会影响公司的长期发展，分析净利润数据时应剔除这部分收益。值得注意的是，企业可以把经营活动中发生的费用隐藏在非经常性损益中，而且允许存在较大误差，掩盖经营过程中的问题。投资者应该把这些费用拆分并分析是否真正是非经营性的，若其中隐含了经营性费用则要评估对企业长期发展的影响。

资产周转率对资产收益率有重要影响，资产周转率降低可能就意味着资产收益率降低。存货也是重点考察对象，存货激增可能是企业对销售过于乐观，也可能是产品滞销。

若应收账款比营业收入增长快，说明公司的信用条款比较宽松，越来越多的账款被作为赊销，借出去的现金不一定能全部和及时收回，隐含损失部分现金和不能及时收回而影响正常运作的风险。应收账款占比过高也面临同样的风险。坏账准备是反映企业预期有多少账款会被赖账而设定的损失准备，一定程度可以反映部分赊账回收情况。另外值得关注的还有其他应收款，很多企业什么东西都往里装。许多无法入账的东西都放在这个科目里。如被占用的上市公司资金经常挂在其他应收款下，形成难以收回的资产。另外净利润增长率数年持续超过主营收入增长率也是值得关注的现象，需要探究其盈利增长真正的动力何在。

各种费用的计提、坏账准备和折旧是调节净利润的重要手段。坏账准备与应收账款有一定关联性，若应收账款大幅增加而坏账准备没有相应提高，说明企业对应收账款的回收过于乐观，会形成一定的风险。若坏账准备突然大幅增加，要么是有意隐瞒利润，要么是应收账款回收出现大问题。调节费用计提和折旧摊销同样能轻易调节净利润，如增加折旧年限、把费用性支出作为资本支出进行摊销、刻意减少存货跌价准备、先大幅计提再释放利润等。这些数据出现异常就要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

找出真正的原因。

无形资产是指企业长期使用而没有实物形态的资产，包括专利权、非专利技术、商标权、著作权、土地使用权、商誉等，其中商誉的弹性最大。超过企业账面价值的那部分就是商誉，合并商誉等于购入成本与标的净资产公允价值之差。商誉的可调节范围很大且难以评估，因此企业操纵商誉的自由度很大。

股权投资和债券投资反映在资产负债表上的价值可能与其实际价值有较大差异。若投资占总资产比例很高时，我们就要注意弄清楚它的实际价值，股权投资的风险更大。

上市公司与母公司控制的其他子公司之间，可能存在错综复杂的关联关系与交易。关联企业之间进行非实质性交易，构造循环陷阱，实现操纵收入和提升利润，也存在利益输送、大股东掏空上市公司的可能。上市公司与其大股东之间还可以通过往来资金（其他应收款、其他应付款）来改善原本难看的经营性现金流。本来关联企业的往来资金往往带有融资性质，但是借款方并不作为短期借款或者长期借款，而是放在其他应付款中核算；作为贷款方不作为债权，而是在其他应收款中核算，这样经营性现金流量净额就可能被夸大。

不同行业的企业有不同的收入确认原则和时间，通过收入确认的时间差和灵活运用确认原则，可以把利润在不同的财政年度中来回捣腾。一些财务数据的伪装需要很长时间才能慢慢显现出来，投资者要对数年的财务报表综合分析研究才能发现其中的猫腻。

担保是一个可能带来致命性结果的大陷阱。若担保的金额较大，被担保公司赖账或没有偿还能力，则可能带来灭顶之灾。

财务陷阱真可谓是纷繁复杂，令人防不胜防。以上提到也许只是冰山一角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

我的选股标准及股票池

我的选股标准可以用苛刻来形容，能令我真正满意的公司寥寥可数。根据行业可以淘汰90%的公司，以下行业的大部分股票不在我的选股范围内：

1. 周期性行业。
2. 科技行业。
3. 公用事业行业。
4. 运输行业，特别是航空业。
5. 医药行业的化学制药、生物制药子行业。

剩下10%的股票必须满足以下条件才能成为备选股：

1. 拥有特许经营权。
2. 净资产收益率持续在15%以上，20%以上最理想（三年以上，因为新上市或者刚进行融资股票净资产收益率会快速下降，可以参考上市前或融资前的净资产收益率，以及之后的净资产收益率是否快速回升）。
3. 稳定的经营史。
4. 较高的净利润率（10%以上，越高越好，当然不同行业要区别对待）。
5. 历史净利润增长率持续10%～50%以上（3年以上，若其间有较大起伏可以研究是否与基本面有关，20%～30%是最理想的）。
6. 清晰的发展前景，将来至少五年以上的净利润增长10%以上。

经过这种筛选，真正值得长期跟踪研究的股票已经很少了。

建立股票池是为了长期研究跟踪企业，尚未考虑估值，这些股票也不都是值得买入的，分享股票池只是为了与大家交流研究企业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

方法。

根据稳定性、成长性、竞争优势、行业空间等因素，我对企业进行了综合评级，从高到低分A、B、C、D、E五级，A级代表最好，E级代表最差。评级只是表达我对企业的一个模糊判断，并非准确的结果。同时由于没有考虑估值，而且企业的基本面随时会出现变化，B级可以提升为A级，A级的企业也可能降为C级，所以级别高的未必就一定比低级别的企业值得投资，也许一个低估的C级比一个高估的A级更值得买入，当然这需要综合考虑。再次强调，股票池仅是为了长期研究跟踪企业之用，并非买入推荐，仅供参考。特别是一些中小企业盈利模式不稳定，风险较高，请务必独立思考判断。

我的股票池

股票代码	股票名称	评级
600519	贵州茅台	A+
002024	苏宁电器	A-
000869	张裕A	A
000538	云南白药	A+
000423	东阿阿胶	A
002340	格林美	B
300005	探路者	B+
000002	万科	B+
600887	伊利股份	B
002304	洋河股份	B+
002353	杰瑞股份	B
600252	中恒集团	B+
600535	天士力	B+

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

续表

股票代码	股票名称	评级
002294	信立泰	B
600439	瑞贝卡	B-
600036	招商银行	B+
600612	老凤祥	B-
002405	四维图新	B+
600415	小商品城	B
002029	七匹狼	B+
002310	东方园林	B
600436	片仔癀	B+
300070	碧水源	B-
002327	富安娜	B
002262	恩华药业	B
300003	乐普医疗	B
002007	华兰生物	B+
002252	上海莱士	B+
002551	尚荣医疗	B
300142	沃森生物	B-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ: 958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

案 例

个 股 分 析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

苏宁电器　评级 A-

行业的特性

家电连锁业波动比较小，长期来说有很弱的周期性。家电连锁的周期性主要受房地产和宏观经济的影响，但这种影响是阶段性的。例如2008年家电销售的不景气部分是房地产销量下降的原因，但更主要的是人们对收入的悲观预期和恶劣的市场环境导致的消费欲望下降。2010年则完全不同，经济最坏时期已经过去，消费者信心指数不断上升，加上国家刺激消费的措施，家电购买需求将得到极大的释放。

从房地产销售数据可以对家电需求的构成进行粗略的估算，2008年全国房地产销售面积约为4亿平方米，2009年由于房地产刺激政策猛增至9亿平方米，剔除商业房产、投资性购房后住宅商品房不会超过5亿平方米，粗略按照100平方米/套计算，销售套数不超过500万套，简单对应新购需求约为500万台（空调可能单户购买不止一台）。2009年中国液晶电视销售量超过2100万台，冰箱超过1400万台，空调超过2200万台，由此可见由于新房产生的新购需求占比不到总量的1/3。消费升级、旧家电更新和农村才是新增需求的主力军，“家电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

下乡”和“以旧换新”进一步刺激这几大需求的快速增长。总体而言，房地产销量下降所带来的影响极其有限。

宏观经济的影响更加间接，更多的是来自于心理因素的影响，经济不景气的时候人们对收入的预期大幅下降，未来的不确定性使人们的耐用消费品支出减少，但这种影响的时间不会很长，强度也不会太高。另外，随着苏宁电器品类的不断拓展，未来的3C消费、家饰及其他百货类占比的不断增加，渠道不断向三四级市场下沉，将大大削弱经济周期对苏宁的影响。

长期而言，连锁业是风险比较高的行业，因此必须持续关注企业在行业中的表现，如扩张速度、财务指标的变化等。

行业的市场空间

消费升级以及经济高速发展使家电连锁业有广阔的市场空间，龙头企业将会高速成长。苏宁现阶段主要产品集中于大家电，占比超过60%，百思买大家电占比5%，山田机电30%左右，原因之一是日美大家电已经基本普及，同时消费者习惯于在沃尔玛等大型商超和其他零售业态购买大家电。而在家电连锁购买大家电已经成为中国消费者的习惯，并已形成品牌效应。同时，中国大家电仍处于加速普及过程中，特别是农村、偏远城镇市场才刚刚启动。因此，在保持大家电份额的同时，苏宁产品线在电脑及周边产品、音像图书、视频设备、手机、软件、游戏、厨房用具、照明产品甚至手表、珠宝、电动车、乐器、建材、家饰等方面都有着极为广阔的扩充空间，而远期的未来则很可能出现越来越多的百货产品，真正地向沃尔玛靠拢，当然这也许是在家电及相关产品发展到极致后的选择。现在百思买的年平效为6~7万元/平方米，苏宁只有1.5万元/平方米，百思买在单店面积只有苏宁3/4的情况下年单店销售额为2亿元，苏宁只有6千万元左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

右。主要原因是商品结构以及陈列的差异，百思买销售的商品一般体积较小，占地面积远低于苏宁，同样经营面积销售额自然远高于苏宁。这正是苏宁未来同店销售高速增长的所在，商品结构调整完成后苏宁最终的单店销售额完全有增长2～3倍以上的可能。

行业生存环境

家电连锁业经过前几年的汰弱留强后，已经形成了国美、苏宁双寡头竞争的格局，虽然未来还有山田机电、富士康等后来者，但它们要建立起庞大的网络还需很长的时间，同时也未必真正有能力建立起来，厂家自建连锁的模式也难成气候。网络购物的兴起会抢占一部分的份额，但其他业态的式微也为市场让出了部分空间，况且目标客户的差异及网络购物的局限性也大大减少了网购的空间。行业现阶段竞争趋于平缓，未来竞争主要还是在这两大巨头之间进行。

回顾国内和欧美国家同行业发展的历史轨迹

中国的家电连锁业正沿着与美国相同的轨迹运行，如同美国经历BBY、CC等几大寡头竞争的格局，中国家电连锁也正经历着同样的时期。BBY苦练内功，慎对并购，CC则只注重外延扩张，偏好多元化，最后BBY大获全胜。今天的国美与CC何其相像，而苏宁则是BBY第二，苏宁已经成功超越国美，并将很可能成为最后的胜利者。

是否存在并购或被并购的可能

苏宁在并购的战略上一贯小心翼翼，在过去数年间国美秋风扫落叶般进行并购的同时，苏宁保持理性，几乎没有任何并购，稳打稳扎。最近收购香港镭射电器和日本LAOX一方面是为了建立苏宁国际化的桥头堡，同时学习国外的管理经验，更重要的是为整个苏宁产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ: 958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

线的拓展和深化铺路，这两个并购金额都很少，相信未来苏宁在并购方面仍会保持谨慎。以苏宁今天的规模，被并购的可能性极小。

行业是否简单易懂

零售行业的模式很简单，家电零售产品品类更少，产品标准化程度高，属于较容易理解的行业。

企业在行业中的地位

过去苏宁低调默默地耕耘，苦练内功，稳打稳扎的作风使苏宁在管理、效率、后台建设这些连锁企业最重要的核心竞争力都领先于国美。苏宁 2010 年开始在数量和规模上全面超越国美，苏宁在盈利能力和关键财务数据方面也远优于国美，在寡头竞争的家电连锁业中苏宁已经确立领导者的地位。

家电连锁占据家电流通绝大部分份额是欧美、日本等成熟市场的普遍现象，中国也正在明显地出现这种趋势，国美、苏宁对其他家电零售业态份额的侵蚀一直在进行中。最终家电连锁占领 50% 以上市场占有率是大概率事件，相对现在的 20% 以上还有很大提升空间。网购的出现虽对苏宁的行业地位产生了一定的影响，但远没有达到威胁苏宁地位的程度，苏宁也正积极地面对挑战，力争成为网购的领导者，依靠苏宁强大的后台支持和雄厚的实力，实现这一构想的可能性很高，关键是处理好实体店与网店之间的关系。

与竞争对手的比较

家电连锁业现在的竞争主要在国美与苏宁之间进行。百思买退出中国市场后，剩下规模较小、地方性的五星电器，发展缓慢，竞争力较弱。国美依靠并购一度获得了很高的扩张速度，规模也曾经大幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

领先于苏宁，苏宁在埋头建立后台系统的同时，开店速度也一点不逊色，最近两三年在后台系统框架基本建成后开店速度不断加快，2010年不但在经营质量上远优于国美，规模也首度超越包括非上市公司部分的整体国美。未来凭借完善的支持系统，国美与苏宁的规模差距将越来越大，苏宁将全面领先。

客户议价能力

家电连锁业处于买方市场，但由于行业进入了寡头竞争的阶段，竞争对手大幅减少，竞争趋于理性，而且家电连锁一贯定价策略都是以低价为主，因此客户议价能力有限。

供应商议价能力

家电连锁对家电厂商的强势地位是不容置疑的，家电连锁市场份额持续扩大，苏宁国美规模迅速膨胀，家电厂家对其依赖性越来越明显，从苏宁持续快速增长的应付账款就可以看出苏宁对家电厂家的强势地位，未来随着苏宁的规模越来越大，这种趋势会更明显，供应商处于弱势地位。

潜在新加入者的威胁

现阶段家电连锁企业已经形成的巨大规模和广阔的地域分布，都对新加入者构成高门槛，而且从发达国家的经验来看，家电连锁最后都将形成极少数的几家巨头垄断市场的格局，如日本的小岛电器、山田电机，美国的BBY。因此出现潜在新加入者的可能性较少。

替代品的威胁

全球发达国家的家电渠道都是家电连锁占据优势，家电连锁是家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

电分销行业的大势所趋，因此出现替代的可能性比较小。网购是对家电连锁市场份额的有力争夺者，但网购由于尚处于发展初期阶段，很多运作不完善，对其发展空间形成了一定的制约，真正能形成较大规模还需要一定的时间。同时苏宁也在加速建立网购业务，并很有希望成为市场的领先者。

企业战略是否清晰和正确

苏宁的战略一直都非常清晰，稳中求快，苦炼内功，慎对并购。张近东是一个非常有远见的人，曾经有一位行业分析师说：我们对家电行业的研究水平还比不上苏宁的管理层，我们想到的东西苏宁都已经提前做了。苏宁与国美强弱互换的力量对比已经很好地证明了这些战略的正确性。

管理层是否诚实、优秀，大股东是否诚信

零售企业高度依赖优秀的管理层，苏宁的核心竞争力就是张近东和孙为民。做生意首先是做人，从股权分配可以看出张近东先生的大舍精神、博大的胸怀和远大的眼光。从平时的言论可以看到他对媒体低调谦和，对股东坦诚透明。国美在疯狂扩张而苏宁阶段性落后时，苏宁仍能稳打稳扎建立物流、信息和服务系统、培养人才，探索多种行业领先的先进开店模式，其大将风范、理性和前瞻性的思维表露无遗，可以说目前为止张近东先生是中国上市公司高管的标杆式人物。苏宁的年报是我阅读过的 A 股上市公司报表最详尽、最清晰的公司之一，几乎就是一份企业和行业的深度研究报告，这也是精细化管理的体现之一，江苏人特有的细腻对零售企业的管理十分有利。高度依赖管理层的企业未必是好的投资标的，是因为普通的管理层容易发生变更，但张近东是企业的拥有者，孙为民也间接持有大量苏宁的股权，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

所以没有发生变更之虞。

是否有稳定的经营史

从苏宁建立起的十几年间，尽管行业发展初期血雨腥风，但苏宁仍能持续保持快速的成长，特别是上市后的几年持续高增长，即使最困难的 2008 年也取得了 30% 的增长。

市场份额

国美与苏宁合计占据家电零售 20% 左右，苏宁与国美所占份额相当。未来在国美股权纷争、国美扩张战略调整、苏宁扩张提速等因素的影响下，未来苏宁份额持续提高是大概率事件。

是否有多元化

苏宁的产品线在逐步拓展，但现阶段都是围绕着家电、3C 相关的产品逐步扩大经营范围，未来向其他品类的扩展也是渐进式的，收益不好的品种可以撤换，风险不会太高。需要关注的是，大股东经营的不属于上市公司部分的资产，如商业地产、百货等是否与上市公司形成关联交易，这种交易是否影响上市公司的利益。

是否拥有特许经营权和持续的核心竞争力

大型零售企业建设由庞大而高效的物流系统、完善的信息管理和数据采集系统、具有稀缺性的物理网点组成的框架后，就等于拥有了商品高速公路，无论销售任何商品多少品种都能畅通无阻、高效稳定。苏宁从家电向其他领域渗透，成功的关键就是依托这样的巨型系统，一旦构建完毕，则无论向渠道填充家电还是百货商品，都不会有本质性的区别，而且能构建出一个网络和规模壁垒。从家电延伸到各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

种商品及百货是一个漫长的过程，也为苏宁提供了无限的扩展空间。零售行业有一个惊人相似的现象，就是行业老大常常被老二超越。美国沃尔玛超越凯马特，百思买超越电路城，日本山田机电超越小岛电器，现在中国苏宁超越国美，相同的原因是老大则常常依靠粗放型扩张以及盲目的并购，而老二则厚积薄发，踏踏实实地构建系统，进而一举超越。沃尔玛的核心竞争力正是商品高速公路和精细化管理系统，苏宁一开始就沿着正确的方向前进，并已初具规模领先行业，并形成一定的规模壁垒和网络壁垒。

经过十几年的发展，苏宁电器已经成为中国零售业最有价值的品牌，作为消费行业企业，品牌也是一种壁垒。另外苏宁拥有杰出的管理层，这是人才壁垒。

财务数据

苏宁主要历史经营数据

年份	收入（亿）	利润（亿）	店门数（个）	经营面积（万平方米）
2001	17	0.3	25	4
2002	35	0.6	24	9
2003	60	1.1	41	19
2004	91	1.9	84	38
2005	159	3.7	224	96
2006	262	8	351	142
2007	402	15.2	632	264
2008	499	22.6	812	346
2009	583	29.9	941	399
2010	755	40.1	1311	516

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

苏宁从2001年至今门店数量增长52倍，经营面积增长129倍，营业收入增长44倍，净利润增长134倍。未来随着规模的扩大，增速将有所下降，但规模仍将持续扩大，随着品类的日益丰富，将保持较高的同店增长速度，营收保持20%以上应该是大概率事件。随着经营质量的提升，采购、经营结构的改善，规模效益的显现，净利润保持增长20%～30%可期。

其他经营指标

报告期	2010	2009	2008	2007	2006
盈利指标					
毛利率	17.83%	17.35%	17.16%	14.46%	10.42%
营业利润率	7.19%	6.65%	5.94%	5.60%	4.50%
净利率	5.31%	4.96%	4.35%	3.65%	2.89%
偿债指标					
流动比率	1.41%	1.46%	1.38%	1.19%	1.45%
速动比率	1.02%	1.15%	0.98%	0.79%	0.83%
权益乘数	2.38	2.4	2.37	3.36	2.76
运营能力					
资产收益率	9.13%	8.06%	10.04%	9.03%	8.14%
净资产收益率	21.88%	19.88%	24.73%	31.69%	23.35%
周转率					
应收账款周转率	104.3%	255.06%	457.83%	404.83%	168.25%
存货周转率	7.85%	8.58%	8.74%	8.54%	8.1%
总资产周转率	1.80%	2.03%	2.64%	3.20%	3.78%
资产负债率	57.07%	58.37%	57.87%	70.37%	63.70%
净利润增长率	39.30%	32.30%	48.68%	90.00%	116.22%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

净资产收益率

苏宁净资产收益率基本持续保持在20%，每一次融资后ROE都能快速恢复，2009年由于金融危机的影响出现一定程度的下滑，但2010年将快速回升至21.88%，显示了苏宁强大的竞争优势和资产运营能力。

净利润增长率

苏宁净利润持续高增长，2009年受金融危机的影响也有32%的增幅，2010年增幅提高至39.3%，未来将持续保持20%～30%以上的增幅。

毛利率

随着苏宁规模的日益庞大，议价能力不断提高，同时OEM、买断等采购方式占比不断提升，苏宁的毛利率持续得到提高，从2006年的10%左右提升至2010年的17.83%，未来这种趋势将延续并强化，毛利率有望进一步提升至20%以上。

净利率

随着毛利率的不断提升，规模效应使费用率逐步下降，同时苏宁后台系统不断完善，经营效率持续提高，净利率从2006年的2.89%提升至2010年的近5.31%，未来这一趋势也将持续。

资产负债率

苏宁的负债率一直保持在较高的水平，但实际上苏宁的负债主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

来自供应商的应付账款。由于苏宁对供应商具有较强势的地位，一直占用着大量的供应商资金，这样能大幅提高苏宁的盈利能力。这种杠杆虽然比借款风险低一些，但也是存在的，若出现危机的时候供应商同时催收账款，也同样可能出现资金链问题，国美之前已经经历过类似的危机，因此也应关注苏宁的资产负债率，不能过高。

苏宁与其他品牌相比较，值得关注的还包括存货周转率、同店增长、平效等指标。

存货周转率

苏宁的存货周转率保持着较好的状况，随着规模的日益增大，渠道下沉，经营品类的增加，未来存货周转率可能会出现一定程度的下降，但只要降幅合理，也没有大问题。

同店增长

苏宁2008年、2009年年初受金融危机的影响曾经出现负增长，但2009年全年仍然获得7%的正增长，2010年更是大幅提升至15.97%，未来随着品类的拓展，经营模式的不断创新，保持较高的同店增长是可预期的。

平效

苏宁过去几年的平效增长表现良好，未来随着产品结构的调整，3C及其他小产品占比的持续提高，平效仍有较大的提升空间。

潜在风险

苏宁的可预见的最大风险来自于网购。家电网购的真正发展在这两年，属于新生事物。任何新兴商业模式的初始阶段都会有爆炸性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

增长，加上类似京东商城赔钱赚吆喝抢占市场份额的战略，网购家电出现高增长不足为奇。但这种超高的增长率不会长期持续，规模一旦达到一定程度后，增长率自然会大幅下降，同时规模变大后盈利压力摆在眼前，巨大的价格优势将会消失。另一方面在虚幻的盈利幻想驱导下，新业态出现时大量资本盲目蜂拥而人，良莠不齐，表现在总量上就是快速膨胀。而业态发展到一定阶段后，当人们头脑清醒过来而且钱烧得差不多后，必然会出现大量中小企业倒闭的现象。最后有可能出现几个大的幸存者，但在中小企业大量消失后业态的总量增加并不见得一定很高。

网购最后充其量是众多零售模式中的一种而已，不可能替代传统模式。虽然如此，网购在远期还是会对家电零售构成一定的威胁，投资者必须持续关注家电零售行业的发展趋势，另外苏宁中短期要处理好的是实体店与网店之间定价的关系。

家电零售的另一威胁来自于新进入者或新业态的出现，现在暂时还看不出山田机电、沃尔玛及其他新业态对家电连锁的大幅侵蚀，但现阶段的分析是建立在行业竞争态势不出现大变化的前提下，连锁行业和企业的发展常常可能出现意想不到的变化。一旦出现同业非理性杀跌等重大意外情况则会形成一定的阶段性风险。远期的预测也仅仅是方向性的判断，不可能精确。零售市场属于易变行业，必须对行业的竞争格局持续进行深入的研判。

贵州茅台　评级 A+

行业的特性

中国白酒历史悠久，具有深厚的群众基础。白酒按香型主要分为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

浓香型、酱香型、汾香型和绵柔型几大类。浓香型以五粮液为代表，占据了中国白酒市场的大部分份额，酱香型主要有茅台、郎酒，汾香型主要是山西汾酒，绵柔型则是洋河股份的创新香型，以档次分白酒主要包括低端白酒、中高端白酒、超高端白酒。白酒行业市场份额极度分散，有数万家生产企业，同时细分市场众多，不同区域消费者有不同的香型偏好。在高端、超高端白酒的竞争中最重要的是品牌，真正优秀的高端白酒品牌数量较少，市场处于高速发展的初始阶段，竞争不充分，企业盈利能力普遍较强。高端白酒受经济波动的影响较大，稳定性也弱于快速消费品。未来中国经济的高速发展、高端白酒的方兴未艾以及较大的市场空间，大大地弱化了其周期性的劣势。

行业的市场空间

高端化是中国白酒业未来的发展趋势，经过新一轮景气度高峰期后，行业总产量将会越来越小，高端产品占比越来越高，市场份额向优势企业集中。未来中国经济保持较快增长速度是大概率事件，财政支出将同步增长，高端白酒的党政军消费与财政支出具有较高的正相关性，稳定成长可期。经济的高速增长必然伴随着更多的商务活动，人民收入持续增加，消费升级将促使中高端白酒的商务消费和个人消费稳步增长。茅台作为高端白酒的王者，将占据越来越高的高端市场份额。

行业生存环境

中国白酒市场低端产品高度同质化，竞争越来越激烈，同时人们健康意识越来越强，而消费能力大幅提升，因此未来低端市场将趋向萎缩，低端品牌企业的生存越来越困难，众多生产低端产品的小厂将被淘汰。随着经济的高速发展、消费升级的深化，中高端品牌将迎来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

大好发展阶段。现在全国性的中高端品牌并不多，其中具有历史底蕴的几大传统品牌高速增长。超高端白酒竞争更趋缓和，茅台和五粮液占据主导地位，企业基本都能获得较高的利润。

是否存在并购或被并购的可能

被并购的可能性较小，若茅台未来进行多元化发展，则将出现并购其他企业的可能性，相对茅台庞大的营收和盈利而言，并购可能不会造成太大的影响。

行业是否简单易懂

白酒作为消费品产品简单稳定，数千年来几乎没有任何改变，技术含量不高，投资者在日常生活中可以不断接触，也经常消费体验，因此白酒行业属于简单易懂的行业。

是否拥有特许经营权和持续的核心竞争力

茅台是最典型的品牌垄断型企业，拥有十分稳固的特许经营权。茅台的核心竞争力就是品牌，在福布斯“2010 年中国企业品牌价值排行榜”评比中，中国贵州茅台集团以品牌价值 214.3 亿元跻身前 10 强，位居第 9 位。茅台在中国白酒中就好比可口可乐在碳酸饮料行业中的地位，是当然的王者。

企业在行业中的地位

白酒作为中国传统文化的承载，历史悠久的龙头品牌包含着丰富的文化内涵，茅台历经四百多年沉淀的深厚文化底蕴使其在国人心目中占有崇高的地位，而茅台与党政军的结缘，也让茅台享有国酒的盛誉，行业地位显赫，是当之无愧的龙头企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

与竞争对手的比较

在中高端和超高端白酒领域茅台一枝独秀，五粮液、国窖1573、水井坊等虽然也是较强大的品牌，占有一定的市场份额，但品牌影响力仍不能与茅台相提并论，其他二线白酒企业更是难以与茅台抗衡。

客户议价能力

政务和商务客户价格敏感度低，而且商务和政务活动中讲求的是档次，茅台在行业中的地位以及强大的品牌使客户具有较高的忠诚度，加上产品经常不能满足需求，因此客户基本没有议价能力。

供应商议价能力

茅台作为贵州本地的绝对龙头企业，为当地相关行业带来了大部分的收入，当地很多供应商依赖茅台生存，且规模远小于茅台，供应商议价能力较低。

潜在新加入者的威胁

高端白酒最重要的是品牌，品牌的塑造必须经过数十年甚至数百年的积累，并非一朝一夕或者依靠资金就能建立起来，即使有新进者加入，也难以对茅台的地位构成威胁。

替代品的威胁

白酒的替代品有很多，葡萄酒、洋酒、啤酒都可能代替白酒。但由于消费习惯、文化习惯以及个人口味偏好的原因，高端白酒的消费者不会轻易转换消费品种，甚至不会轻易转换品牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

企业战略是否清晰和正确

茅台的发展战略并不是很清晰，但作为垄断性的消费品牌，茅台具有得天独厚的优势，可以弥补这方面的不足，但远期未来若竞争压力加大以及品牌优势被削弱后，则可能成为隐患。

管理层是否诚实、优秀，大股东是否诚信

作为老牌国有企业，茅台管理层有国企的官僚作风，从年报披露过程中屡次出现的较低级错误可以看出管理有待加强，近几年最为人诟病的是不断随意调整预收账款，从而影响业绩的可预测性，并降低了投资者对管理层的信任度。作为地方的经济支柱和龙头国企，受地方政府意志的影响较大。虽然管理层有不尽如人意之处，但以茅台的垄断地位，尚不会有太大影响，只是要持续关注管理层的动向。

是否有稳定的经营史

近十年来茅台依靠强大的品牌持续高速增长，营业收入从2001年至今增长了近10倍，净利润增长了近20倍，而且没有一年负增长。茅台作为国酒享誉世界，市场地位无人能比，产品长期处于求大于供的状态，价格和销量不断上涨，经营十分稳定。未来数年销量仍将稳步上扬，价格也会持续上涨。

下面是主要产品53°茅台出厂价上涨历程：

1986年，零售价为8元加120张侨汇券。

1987年，用侨汇券核成零售价为128元。

1988年，国家核准的零售价为140元。

2001年8月，出厂价提高18%至218元。

2003年10月，出厂价提高23%至268元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

2006 年 2 月 10 日，出厂价提高 15% 至 308 元。

2007 年 3 月 1 日，出厂价提高 16% 至 358 元。

2008 年 1 月 11 日，出厂价提高 22% 至 439 元。

2010 年 1 月 1 日，出厂价提高 14% 至 499 元。

2010 年 12 月 16 日，出厂价提高 24% 至 619 元。

下面是根据主要产品产能扩张推算的销量变化情况：

年份	产能	年份	销量（吨）
2001	1000 吨茅台酒改造	2006	7000
2002	1000 吨茅台酒改造	2007	8000
2003	700 吨项目	2008	9500
2004	1000 吨项目	2009	11000
2005	2000 吨项目	2010	12000
2006	2000 吨项目	2011	13000
2007	2000 吨项目	2012	15000
2008	2000 吨项目	2013	17000
2009	2000 吨项目	2014	19000
2010	2000 吨项目	2015	21000

市场份额

茅台产量仅占据中国白酒市场不到 0.2% 的份额，但高端白酒市场占有率第一，并与五粮液共同占据了中国高端白酒市场份额的 70% 以上，龙头地位牢不可动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

财务数据

贵州茅台主要财务指标历史数据

年份	净资产收益率	净利润增长率	毛利率	净利率	负债率
2001	13%	31%	83.44	20.27	26.70%
2002	13%	15%	82.88	20.53	26.80%
2003	17%	56%	80.88	24.43	29.96%
2004	20%	40%	83.39	27.25	33.97%
2005	22%	36%	83.51	28.44	36.81%
2006	26%	34%	84.48	30.71	36.14%
2007	34%	83%	88	39.14	20.20%
2008	34%	34%	90.3	45.99	27.00%
2009	30%	14%	90.16	44.4	25.88%
2010	27%	17%	90.94	43.4	27.50%

由于贵州茅台具有强大的品牌和盈利能力，竞争优势十分明显，经营历史稳定，财务表现优异，研究茅台主要以定性分析为主，财务数据只需关注几个最重要的指标，预收账款对企业经营趋势的预判具有一定参考价值，也可以适当关注。

由于能获得极高的超额利润，财务状况十分稳健，现金流充沛，茅台的负债率一直处于很低的水平，未来这一趋势应能保持。

上市后茅台产品一直处于供不应求的状态，价量齐升，经营状况十分优秀，显示出优异的盈利能力，2008 年以前净资产收益率、毛利率、净利润率、净利润增长率一直处于高位并持续攀升，毛利率更是达到惊人的 90% 以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

2008年后由于消费税税率调整和严惩醉驾的影响，除毛利率仍然能创出新高外，其余各项指标有所回落，特别是净利润增长率大幅下降。但这并不代表着茅台的经营状况恶化，茅台的产品仍然供不应求，需求旺盛，茅台的核心竞争力依然强大，品牌影响力没有丝毫弱化。这可从茅台的净利率、净资产收益率依然维持在高位，茅台产品价格持续上涨以及毛利率持续创出新高得以验证。消费税和醉驾影响都是阶段性因素，经过两年的消化后，茅台也将回到正常的增长轨道上。

潜在风险

1. 茅台管理层在多个场合表示多元化的意向，国企政绩需求是盲目做大企业的推动力，这是一个重大隐患。

2. 茅台主要是政务和商务消费，未来有可能出现政策性风险，例如政府加强公款消费管理、禁酒等。

3. 由于高端白酒属于可选消费，与经济周期具有一定的关联性，经济低谷时将对高端白酒形成一定的负面影响。

4. 随着一、二线高端品牌不断地崛起和快速发展，未来高端白酒总产量将持续提升，竞争渐趋激烈，远期的未来茅台的绝对优势可能会受到挑战。

尚荣医疗　评级 B

行业的特性

医疗专业工程行业属于建筑装饰细分子行业，但与传统的建筑装饰行业有着明显的区别。医疗专业工程主要以洁净手术室工程为主，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

还包括医疗ICU、实验室、化验室、医用气体等其他医疗工程。医疗专业工程行业不但进行室内装修，还包括专业性很强的净化、智能控制、医疗气体及电气等系统的规划、设计、安装与维修，同时由于工程直接关系病人的生命安全，国家相关部门对建筑环境、装饰装修和设备配置都有很高的要求，因此对企业的综合施工和技术能力要求很高，并要求具备各种施工资格证。由于医疗专业工程服务对象大部分属于国家医疗机构，因此行业市场发展与政府的医疗支出有较高的相关性。

行业的市场空间

随着中国医疗改革的深化，国家对医疗的投入不断加大，全国卫生总费用持续增长。城镇和农村居民收入水平持续增加，人民生活水平不断提高，城镇化深入和老龄化到来，这些因素为医疗行业提供了广阔的发展空间。未来医院新、改、扩建将迎来高速发展期，洁净手术室作为医院的配套设施，需求大幅增长。需求的推动不仅依靠新建医院，还有大量改建医院。洁净手术室平均10年要重建一次，我国大部分洁净手术室多建于2003年及以后，2012年后每年改扩建的洁净手术室数量将不断增加，市场规模不断增大。2008年、2009年我国新建手术室中洁净手术室的市场规模分别为30.30亿元、36.86亿元，市场增长率为21.65%，未来几年保持20%以上的增速是大概率事件。

行业生存环境

医疗专业工程行业市场份额高度分散，行业第一市场占有率不足10%，由于行业前景广阔，行业内竞争者众多。但从事装饰施工、部件生产等技术水平要求较低业务的企业较多，竞争异常激烈，企业利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

润微薄。而具备从事系统运维、规划设计等高端业务能力的企业，特别是具有一体化解决方案能力的企业相对较少，生存环境较好，但总体而言竞争还是渐趋激烈。

是否存在并购或被并购的可能

行业内企业规模都不大，而且处于快速发展阶段，因此未来存在并购同行企业的可能性。

行业是否简单易懂

装修装饰工程整体技术含量并不高，产品也不复杂，但由于包含多个设备系统，需要综合施工，因此需要一定的专业知识才能理解。

是否拥有特许经营权和持续的核心竞争力

由于终端客户都是医疗机构，而且手术室直接关系到病人的安全，国家对行业的相关要求较高，具有一定的行政壁垒。一体化服务工程有一定的技术含量，从而能建立起较弱的技术壁垒。由于进入市场较早，尚荣医疗积累了较丰富的经验。尚荣医疗依靠先发优势和规模效应取得了一定的竞争优势，但长期而言这些都不能形成较高的壁垒，核心竞争力并不强，也没有特许经营权。

企业在行业中的地位

尚荣医疗是行业龙头企业，是少数能在全国范围内提供医疗专业工程规划设计、装饰施工、部品部件生产以及系统运维于一体的服务商之一。成立以来服务了大型综合医院近 200 家，建设超过 1000 间洁净手术室，积累了大量具有自主知识产权的技术，是行业领军者。2010 年销售收入约为 3 亿元，行业整体规模约为 40 亿元。公司提出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

了“7531”的发展战略。即，预计到2013年，公司将形成700套数字一体化手术室、500套移动手术室、300套PSA制氧机系统的产能，并引进100名优秀的管理和专业人才。

与竞争对手的比较

尚荣医疗全国性竞争的主要对手有四家，包括海南灵镜净化工程有限公司、江苏久信医用净化工程有限公司、德国Maquet公司、北京三医特空气净化工程有限公司。其中后两者为外资企业，Maquet技术领先，但产品价格较高，三医特公司以台湾、华北市场为主，江苏久信以江苏市场为主，海南灵镜进入市场较早，经验丰富。

客户议价能力

市场竞争较为激烈，客户多为国营大医院，尚荣医疗市场占有率仍然偏低，规模尚小，不具备明显的竞争优势，客户具有一定的议价能力。

供应商议价能力

尚荣医疗规模偏小，原材料批量采购数量不大，有些采购的设备是定制产品，量少且制作困难，供应商则多为大型企业，供应商具有一定议价能力。

潜在新加入者的威胁

医疗专业工程行业面临高速发展机遇，行业前景光明，因此是众多资本争相进入的领域，潜在新加入者众多。但由于行业具有一定进入门槛，尚荣医疗具有先发优势，已经形成一定的品牌知名度，行业规模快速膨胀，这些因素缓冲了风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

替代品的威胁

尚荣医疗是建筑装饰企业，不存在替代品。

企业战略是否清晰和正确

尚荣医疗很重视战略的建立，专门设有战略委员会，负责公司战略的制定。尚荣医疗在业内率先提出了以提供“交钥匙”工程作为业务发展的战略导向，以依托为医院提供“设计+施工+产品+服务”式的专业化整体解决方案的创新商业模式，致力于实现中国医院全面现代化。

管理层是否诚实、优秀，大股东是否诚信

管理层抓住行业机会，以上市为契机使尚荣医疗的业务得到高速发展，巩固了公司在行业的领导性地位。但作为刚上市的中小型企业，公司治理应该还有比较大的改进空间，大股东、管理层的诚信程度也尚需考察，密切留意。

是否有稳定的经营史

2007年开始，公司发展稳健，营业收入和净利润都能保持稳定增长。由于公司经营所需主要原材料包括建筑装饰材料、空调机组、设备和电子元器件等，这些原材料价格波动幅度比较大，但最近四年毛利率保持稳定，显示原材料价格波动负面影响尚有限。公司现在手中订单超过6亿元，并持续增加。

市场份额

尚荣医疗是行业龙头企业，市场占有率6%～7%，位居行业第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

一，但绝对值仍偏低。

财务数据

年份	净资产收益率	净利润增长率	毛利率	净利率	负债率	应收账款（万）	净现金流	三费率
2007	27%	N/A	39.22%	18.91%	60.58%	3696	2834	14.56%
2008	14%	10%	42.39%	17.46%	45.86%	6391	54	16.20%
2009	17%	65%	41.36%	19.12%	43.12%	5906	-1108	16.50%
2010	17%	16%	39.70%	17.18%	43.50%	8540	4415	15.41%

建筑装饰行业的特点是工程前期需要为客户垫付部分资金，尚荣医疗开工前只能拿到合同10%～30%的预付款，项目开工后公司需先垫付资金购买原材料、设备，支付工人工资和项目管理费用，在工程达到合同约定的进度或验收时，公司按约定收取进度款或竣工决算款，工程验收合格后仍有3%～5%的款项要等保修期完后才能拿到。所以工程项目常会占用公司大量资金，尚荣医疗终端客户多为国有大医院，大医院的建设往往依靠财政拨款，回款更慢。因此需要特别关注尚荣医疗的应收账款及现金流的变化情况。近几年尚荣医疗的现金流情况一般，上市融资后会有较大改观，未来随着业务的飞速膨胀，有可能出现恶化趋势，需要密切关注。随着业务的扩张，应收账款也出现相应的增长，未来需要密切关注应收账款增长与回款情况。

尚荣医疗工程项目涉及施工、设计、原材料以及设备等诸多环节，原材料、设备种类繁多，而且很多是非标产品，成本结构复杂且变化弹性较大，工程人员水平参差不齐，企业处于快速扩张期，管理和费用控制难度大，因此需要重点关注三费率的变化。近几年尚荣医疗三费率维持在14.5%～16.5%之间，尚算稳定。随着规模的快速扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

大，管理难度加大，费用率有可能继续上升，未来分析三费率时应剔除上市超募资金产生利息的影响。

尚荣医疗现在竞争相对不算激烈，并具有一定的技术含量，因此毛利率远高于传统建筑装饰企业，但绝对值不算高。2008 年由于金融危机的影响，原材料价格出现较大的下跌，因此毛利率有所上升，2009 年出现持续小幅回落，2010 年由于毛利率较低的医疗设备销售出现大幅增长，而高毛利率的医疗专业工程增长较少，总体毛利率下降幅度较大。

尚荣医疗近几年净利率比较高，维持在 17% ~19%，变化幅度不大。净资产收益率尚算不错，未来随着净利润的增长，应该有大幅提升的空间。尚荣医疗负债率除了 2007 年较高外，近两年维持在 45% 左右，未来企业对资金的需求量较大，募集资金用完后可能负债率水平会上升。

潜在风险

1. 尚荣医疗并不具备十分明显的竞争优势，未来几年主要是行业性的机会，虽然国家医疗投入的持续增加能保持其较长期的稳定性，但若行业增速减低，则不确定性增加。

2. 原材料与人力成本上升趋势明显，如果波动加剧，可能侵蚀企业利润。

3. 企业快速扩张，管理、资金有可能跟不上。

4. 工程占用大量公司流动资金，回收周期长，且回款受制于医院建设资金是否到位、政府审计流程进度等因素影响，因此也有可能出现坏账。

5. 如果竞争者大量增加，竞争加剧，有可能出现增收不增利或者少增利的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

附 录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

在我的新浪博客（http：//blog. sina. com. cn/laoba1）中有很多网友的发言，虽然未必完全正确，但其中不乏精彩之处。即使是正反不同意见的激辩，思维的碰撞也能迸发出智慧的火花，带来有益的启迪，拓展我们的视野。现把其中部分精华摘录如下。

投资哲学

渔夫：什么是信仰？信仰就是自以为是的信念（或者真理）。

信仰与人的一生是不可分割的。人的自我感觉中，就有一个对世界的概括，那便是信仰。有一种对自我及群体的思考，组成对命运的认识。有一种对伦理的判断，是宗教。有一种对灵魂归宿的想象，神。当然还有对世界本质的追索，哲学思考。以及对道的依靠，中国哲学。

信仰，是指人们对某种理论、学说、主义的信服和尊崇，并把它奉为自己的行为准则和活动指南，它是一个人做什么和不做什么的根本准则和态度。信仰是人对人生观、价值观和世界观的选择和持有。

如果是普通投资者，有没有投资信仰，没有关系。如果是一个没有投资信仰的职业投资者，你敢相信他吗？面对复杂的商界与变化莫测的股市，没有坚定的信心，铁一般的意志和冷静理性的思维，最终会淹没在滚滚滔滔的股海中。

而伟大的投资者，都是因为有了适合他们自己的投资信仰，一生追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

求，不断完善，最终才达到了巅峰。信仰不能迷信，信仰不是教条，信仰是明白人在明白之后的坚定追求，抑或是不明白人无法明白时的简单追求。

投资僧：信仰，是心到，做到。以心制律。是你信那个，所以做那个；你不信那个，所以不做那个。我在为了信仰而努力，这是一生的事情。

最近我反复思索，为什么价值投资理念如此广阔，而实践中价值投资者又是如此罕见?

这里确实有一个“知易行难”的问题。而且在人类社会生活实践中，这样的事情很多，比如少吃饭可以减肥，但是又有多少人能够做到少吃饭? 比如写干几缸水也许可以成为书法家，可是有几个是照此实施后成为书法家的? 没有！只要热爱在先，写干几缸水也就顺其自然了。但是，写干一定是必然的过程，省略不得。投资实践也有相似之处。

也许写干几缸水之后不成为书法家，也能成为匠人混口饭吃。投资就不这么简单，十年后你不能成为家，就不可能在市场中混饭吃。“七二一”是铁律，这是个赢家通吃的行业。所以，传播价值投资未必能达到预想的结果。这需要对方从心里热爱。

一枝春：有如学佛，可以是步步为营的净土，也可以是行云流水的禅宗；有人依赖外力，有人追寻内心；有人从技术趋势分析入门，直到价值投资，有人一入道就是价值投资。我并不反对信仰，只是担心：1. 信仰更容易带来偏执，偏执会远离理性——这个价值投资的本源；2. 比较外在的信服，忽略了内心固有的感悟。

价值投资本来就是投资者内心原来就有的，并不需要向巴菲特等去顶礼膜拜，去向外寻求。所谓大师，所谓老师，只是教导我们明了我们本来澄明洁净的内心的人。正谓：佛在心中。价值投资也在我们每个投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

资者的心中。只是各人根基不同，不能感悟自心的，就需要点拨，如拨开云雾见青天一般。

如心： 投机是暴利和风光的，但是千万不要有一次失败，因为一次失败就可能倾家荡产；投资是缓慢和难熬的，但是千万不要有一次成功，因为一次成功就可能造就富贵人生。

何以这么说？投机之心在贪；投资之心在戒。由戒而生定，有定而生慧。

差之毫厘谬之千里，然而又有多少人知道，又有多少人相信呢？

渔夫： 性格决定了一个人的人生轨迹。当踏过人生 40 年后，你会明白性格的魔力与魅力。要不你选择了符合你性格特点的事业；要不你突破了性格对你的藩篱。否则，很难获得人生的“成功”。

股市的纷繁奇妙，更加暴露了人的本性。寻找符合自己性格特点的方法与技术才能真正“捅破”股市里的那一层层窗户纸。而大部分人懒得寻找，一部分人找错了，一部分人在寻找的过程中“牺牲”了，只有少部分人可以寻找到自己的“自由王国”。

价值投资给我们的启示就是，在寻找自由王国的过程中，我们仍然能够活着，我们可以看到通达自由王国的道路，只是走在自由王国的道路上我们能够走得更稳更快。

卡拉曼指出，投资者单凭阅读一本书不可能将自己转变为成功的价值投资人，价值投资需要做许多艰苦的工作，有非同一般的严格纪律和长期投资的视角。实际上，只有极少数人愿意和能够为成为价值投资人付出大量时间和精力，而价值投资者中又只有一小部分人拥有较强的心理素质从而取得成功。

一般投资人只是知晓了基本的公式或规则，或者肤浅的表面知识，但对他们所做之事并未真正通晓。要想跨越资本市场和实体经济的循环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

周期取得长期的成功，仅仅捧着一些规则是远远不够的。投资世界里面变化太快，因此成功的关键是理解规则背后的基本原理，以便彻底理解为什么不遵守规则就会碰壁。

价值投资戒律看起来很简单，但是很显然，对多数投资人来说，沿着这条路坚持下去实在太难了。巴菲特曾经说过：价值投资不是一个在一段时间里让人逐渐学习和采纳的理念，要么你立即领会和马上付诸实施，要么永远也无法真正学会。

卡拉曼指出，对于一旦坚持价值投资并逐步取得成功的人来说，同价值投资简单但明白无误的逻辑性相比，原来的投资策略是多么天真幼稚，一旦你采用了价值投资的策略，那么其他的投资行为的确变得如同赌博一般。

一天，与朋友们聊天，一个朋友出了一道有意思的题："如果你有一个机会，可以向巴菲特借东西，你想向他借什么?"有人说，借巴菲特的保险公司；有人说，借芒格；有人说借巴菲特的办公室；甚至有人说，借巴菲特的妻子，了解巴菲特每天究竟做什么，看什么，等等。回去我也想了很久，什么东西是巴菲特的最爱？后来，我也想到了一个答案。我想向巴菲特借三样东西：第一，望远镜，第二，透视镜，第三，放大镜。望远镜使我们看得更远，回头看历史，抬头看未来，使我们穿越历史与未来。透视镜使我们看得到被遮挡的东西，看到别人看不到的东西。放大镜使我们提前看到微小的错误或微小的机会，提前防范与提前布局。

巴老不知愿意借否?

大道至简：每个人都有自己的指导思想和方法，都在走不同的路。走的路对不对，有时候不在于我们看到的路边有多少花草、多少蝴蝶、多少可以捡起来的银币，短期的事容易有欺骗性；有人更看重道路的终点通向哪里，在通向终点的过程中会承担多少风险，可以在多大程度上避免“死”在路上的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

“懒”好像只是一种谦虚的说法吧，关键是想明白了很多道理。知道自己能做什么，不能做什么，把对风险的考虑放在第一位。很多人在做智商要求150的事，他们不承认自己的智商其实只有140（举个例子而已）。

天使之城：投资是一个长期的复杂的系统性的工程，在这个过程中守望和坚持自己的信念并抵御市场中各种纷繁的诱惑，是孤独和寂寞的，还要具备超越常人的毅力，但收获的却是超越常人的物质和精神的双重回报。市场永远会奖赏那些独立于市场外，并会冷静思考、理性判断的有信念的智者！心静才能看清，让时间和金钱去工作，你只需坐下来静静地等待结果！

秋天童话：我们来到这个诡秘的市场，是为了赚钱，而不是为了证明自己的智慧，更不是为了实践巴菲特老人的理论！

但是，我们的智慧和能力的确有限，无法创造甚至发现一套新的理论，是能够比巴菲特理论更稳妥、更安全、更安逸的赚钱方法！也许这个世界上有比巴菲特更有效更简单的方法，但我们翻阅所有的投资书籍，却没有发现，或许有，但太高深，我们还理解不了。

那么，我们何不做一个跟随者呢，一个安逸舒适的跟随者。

谁能告诉我经济大势？告诉我我也不相信！谁能告诉我明天的大盘走向？告诉我我也不信！谁能告诉我政府的财务政策？告诉我我也不信！市场是永远的老师，我们既然什么都不信，不如就信仰巴菲特吧！按照老爷子画的圈去选股，去购买，去坚守！至于能不能成功，那不在我们考虑的范围了，至于出了这个圈子的企业，我们搞不懂！也不用去费神！

站在巨人的肩膀上，你也会成为小巨人，巴菲特并非不犯错误，但这些错误不妨碍他成为全世界最有钱的人。我们也会犯错误，但只要我们以巴菲特的理论去实践，即便有了错误，也不足以致命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

和巨人走近点，再走近点，如果能达到复制的效果，那么我们就会有一个不一样的人生！

投资僧：江山易改，本性难移。如果你不是从小就具有投资者的天性，那么世界观形成后很难再有所改变。这就是巴菲特说的：突变！如果你几个小时不能皈依价值投资，那么也许你一生也无法再理解。所以投资强调以心制律，你对这个纪律本身就不理解或者不认可，如何去坚持？

全面谈从能力和时间上都不具备，只好挑单项。

首先，我真的希望能够看到有在实践和理论上超越巴菲特的人，我也希望能在巴菲特理论的基础上找到更好的办法，但事实证明不能。最起码在我的视野范围内，在我的理解能力下没有。说实话接近的都没有。

那么还是从投资人的天性谈起，这是起码的。巴菲特说，投资板凳的三条腿之一能力圈原则，我理解投资人缺了它肯定不成。但是人性驱使，人人都认为自己懂得很多，能弄懂很多。其实人的一生能够搞明白一件事就是大家了，就要为此付出毕生的精力。

傻瓜不争：投资有三个层次：一是长线投资者，投资时间以年计，积累的财富以十亿计；二是中线交易者，投资时间以月计，积累的财富以百万计；三是芸芸众生，投资时间以日计，佣金和印花税的贡献者，劳心劳力，灰头土脸。

一个成熟理性的投资者，应该守住一颗平静的心，超然于喧嚣的市场，冷眼看待市场的涨涨跌跌，就像看待春夏秋冬、花开花落，这样，才有勇气、智慧和耐心坚守既定的原则和策略。

Salem：我到现在都还记得十年前刚工作时，部门经理跟当初那个年少轻狂的我说的一句话：“你是不是觉得别人并不比你强多少，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

但工资怎么比你高那么多？告诉你，第一，是因为你的眼界很窄，别人还有很多方面都比你强，但你对这些领域却根本一无所知；第二，即使在你所看到的这一点点上，别人的积累也已超过你若干倍。每前进一步都需要大量的知识，只是你根本不知道自己是井底之蛙，以为只需要一点点努力就足够了。”这段话极其深刻，当时我立刻就写了下来，到现在仍能基本一字不差地重述出来。

举这个例子，我想说的是：成功都不是偶然的。

不少人很容易陷入这样的心理误区：一说起某某人的成功，往往第一反应就是：“哦，不就是那个家伙嘛，有啥啊，看你们崇拜的。前两年瞧那哥们的惨状，要不是后来怎么怎么着了哪还会有今天？你看他管的那个公司，这这这那那那根本都不成个样子，还能混上几年啊？就这水平，我去管都比他强！”

这样的人我相信大家都见得很多，无限放大别人的缺点，无限缩小别人的优点，似乎别人只是个笨蛋，只不过是天上掉了个馅饼才偶然发了财而已。我相信总是抱着这样的眼光看人看事，这样的人一辈子与成功无缘。

投资策略

汉尼拔：为何能够获利丰厚，我个人感觉有几点：

1. 对投资标的内在价值有很深的了解。

2. 固守自己的原则，在自己的能力圈内耕耘。

3. 不机械地以单个指标（如市盈率）来简单判断手中持股是否高估，这一点特别重要。

4. 没有对投资标的有足够的深入了解和追踪分析，怎可能坚持持有？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

市场诱惑多，市场的杂音也多，静下心来，在热闹中保持一分理性。“以一般的价格买入一家非同一般的好公司，远远胜过用非同一般的好价格买入一家一般的公司。”总想着赚大钱的人，往往最后却总是亏大钱。股市不是说你想赚多少就能赚多少，天道酬勤，怎么赚比赚多少更重要。持续稳定的获利远胜于一时的暴利。股市，没有天才，也没有奇才，只有这样，你才能理性地面对，坚持做自己能力范围内的事。

军税之光：投资之道是：三勤，三静，三淡，三乐。

一是“三勤”，即脑勤、手勤、脚勤。脑勤就是指投资者的头脑要勤于思考。勤思考才能辨是非、明事理，投资前多问自己为什么？得到的信息是真是伪？做到有的放矢；手勤就是指投资者要勤于动手，找到第一手材料，计算有关数据，切不可人云亦云；脚勤就是指投资者要迈开双脚，多到企业实地走一走，多到市场走一走，多到企业竞争对手的地方走一走。尽可能参加股东大会，多参加上市公司组织的投资者交流会。

二是“三静”，即静心、静气、静行。静心就是指投资者在投资过程中要静下心来，面对市场的起伏，面对市值上下，心情始终保持平静，尽管做到这一点很难，但还是应由易而难循序渐进；静气就是指投资者在投资过程中不管发生何种情况，都应神气安静，切忌患得患失神气紊乱；静行就是指投资者在投资道路上应按部就班平静前行，不为邪门歪道吸引诱惑，不为所谓暴利滑入泥潭。

三是“三淡”，即看淡权力、看淡金钱、淡忘年龄。看淡权力就是指不管投资者职位高低权力大小，都应把自己看成是普通投资者中的一员，自己并不比别人聪明，投资的成败与权力无关（腐败、违法除外），只有这样才能回归自我；看淡金钱就是指投资者千万别把赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

钱当成投资的第一目标，投资的重中之重应该是学习投资的知识，掌握投资的技能，摸清投资的规律，赚钱只是投资成功的副产品。多少人一开始就把赚钱当成投资的第一目标，赚快钱、快赚钱成为投资的思考方式，结果离目标却越来越远；淡忘年龄就是指投资的成败与年龄的高低不成正比。尤其是年长的投资者千万别倚老卖老，凭老经验办事，凭想当然下单。

四是“三乐”，即要助人为乐、知足常乐、自得其乐。助人为乐就是指投资者在投资过程中，特别是有所收获后，要助人为乐，关心家人，资助族人，回报社会。只有这样才能使投资之路走得更远；知足常乐就是指投资者在投资生活中，要保持乐观向上的精神状态。面对暂时的挫折切忌闷闷不乐，应多看看身边还有许多弱者，还有许多不如自己的人；自得其乐就是指投资者在生活中要自寻快乐，注重身体锻炼，保持良好的投资状态，自觉地把投资当作获取快乐的一种方式。

山枣树：投资的理念、技巧、方法很多，很多聪明人甚至在研究自己独创的投资方法。股市就是一场博弈，是很多聪明人在一起玩的游戏。到底什么理念最好呢？实践证明，巴菲特、索罗斯做得都不错，学习他们的理论可能是我们达至投资高峰的捷径，价值投资和价值投机是两种不同的理念，价值投资追求一生一直富有，价值投机追求，一生快速富有，结果是由富变穷，由穷变富，可能会重复多次。但无论选择哪种方式，都有做得很好的人。

定力训练：博主的讨论焦点在于公司选择及估值。但实际操作中，对于资产量不是很大的个人投资者而言，我以为“理财安排”或者“理财计划”、“资产配置”也是极端重要的前提。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

就拿我自己的“资产配置”做例子吧：未来3～5年家庭开支的主要项目是孩子的读书（目前孩子在国外读大二）和“创业”（如果有“业”可创的话）费用，于是我必须将相应数量的资产配置为现金、外汇及现金等价物（货币市场基金）；其次是养老保障的补充投资；再次是日常生活。我已有房子（虽然不大，但我不打算换房——再大的房子，晚上睡觉不还是那几尺的床嘛），也不打算买车、开车（锻炼身体、环保、省钱、安全，何乐而不为），所以日常消费不大，还有些投资的“余力”。扣除之后，我的“资产配置”是个长期规划：2004年以来已经逐步将大部分资金投入到基金（养老保险补充）和股票（希望带来“发财”）中，几乎保持满仓不动。所以，尽管我前面说“可以睁大眼睛寻找猎物”，但我本人未必还能买多少。

总之，由于我作了适合我自己情况的理财规划（资产配置），所以保持了好的心态，输得起时间；所以尽管我没多少钱可以在低位买入，但这不妨碍我对相关股票的研究和判断，不会以“仓位决定脑袋”。

不可不跌：价值投资的重要概念之一在于安全边际，《证券分析》中说道，任何一家公司，可能在某一价位显得便宜，而在另一价位显得太贵，不知博主对当前的市场怎样看？或者说，假设在市场整体估值显高的状况下，是否应该参与？即使知道可能进一步上扬，甚而短期内不大可能回落，是否可以参与？抑或退出？从另一角度而言，博主认为对于中国这样的新兴市场，怎样的估值水平应是恰当的？

近两年来，价值投资的理念伴随机构投资者的迅速壮大而在国内盛行，从而出现大量的价值投机者以及伪价值投资者。伪价值投资者指的是价值投机者与半调子的价值投资者（包括本人），于是，出现了大量的讨论与实践，在一片繁荣的背景下，探讨一下其局限性似乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

也很有意思。

价值投资虽没有确切定义，不过简单来说，无非安全边际与价值成长。看来不错，但某些情况下，这两大准则似乎会有冲突之虞。

安全边际的重点在于价格与价值的背离，价值成长的重点在于以“合理”的价格买入具有确定成长性的企业。

但很可惜，确定的成长性的定义就使得价值投资者的投资标的异常狭隘，以致经典的价值投资标的（业务简单，垄断性，弱周期性，成长性）的高溢价成为一种常态。问题在于，这种高溢价下的安全边际如何界定？事实上，在投资于标准的价值投资品（如果还能这样定义的话）时，所须考虑的恐怕已不是其正向的安全边际为几何，而是其反向安全边际究竟有多高了。我们究竟要为白马股付多高的价格？巴菲特说，我们宁可要模糊的正确，也不要精确的错误，但对白马股的高溢价，似乎也建立在对其未来发展的想当然的“精确”预测上。事实是，繁荣时期享受高溢价的优质企业，在萧条时不可能幸免于萧条的系统性风险。

sitem00n：说到底，还是一个买入和卖出策略的争论。虽然2007年的事情，很大程度来说不会特别快就重演，因为市场的扩容速度惊人，要把今年底的市场推到整体极度高估的状态，那么中国老百姓的储蓄必然得以令人恐惧的速度流入股市才行。买太早，卖太早，对于价值投资者而言都太普遍了。

我的观点是市场不完美，所以不能寻找投资的完美解。一个完美解必然在某些时间失败得很彻底。投资只能寻找合理解。找到一个在绝大多数情况下都能获得令人可以接受的利益的方式，没有一次考试是满分，但是成绩平均最好。

对于买入机会，已经有很好的“四毛买一块”的说法了。这个数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

字本身有非常合理的两大因素在内：第一是市场在极度低估和极度高估的时间都不会太长。巴菲特说他见过最长的是4年。第二是一个价值投资者寻找的合理收益率，15%会是一个不错的数字。假设买入后，这个股票后面的企业4年毫无寸进，盈利保持不变，那么假如3年后市场恢复到正常状态，投资者只凭低买就获得了15%的复利收益。所以4毛买1块是有其内在合理性的。

豹豹：卓越的商业特性是安全边际的一部分，如果公司的业务具有 Franchise Business 的商业特性，强大的边际定价能力使得公司成为赚钱机器，可口可乐、吉列是典型的例子，P&G 和 Phlip Morris 也算很好的例子。在这种情况下，未来获得现金流的数量、确定性很高，对这类公司而言，其内在价值线是长期向上的，安全边际少一点（如正常情况下是“以40美分买1美元”，对这类公司而言“70美分买1美元”也可行）不打紧。

这其中的奥妙很简单，巴老用 DCF 估值时，也只是用未来10年的股东收益折现，再加上永续期价值的折现值，其中的逻辑是：未来10年高增长，从第11年开始正常增长。这只是方便计算的一种简化方法而已。事实上，像可口可乐这种公司，攫取超额经济利润的时限远不止10年，计算内在价值的公式本身就包含了安全边际。不管怎么说，我觉得安全边际原则和能力圈原则是长期投资的永久基石，是至高无上的法则。

新浪网友：安全边际的重点不在“安全”，而在“边际”，因此安全的边际与利润的边际是同一的，安全性越大，利润越大，价值投资赚的就是这个空间。与此相反，投机者却都信奉“高风险高收益”。

而成长股理论只是拓宽了价值评估的范围，不再固守于“流动资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

产”，将未来成长的价值考虑进来了，巴菲特说芒格拓展了他的视野就是指这个，芒格说格老有盲点也是指这个。他们的投资根本方法还是安全边际。成长是价值的一个变量，既可以增加企业的价值，也可以损坏企业的价值，成长与价值是直接相关的，因此巴菲特才不同意将股票分成“价值型”和“成长型”的说法。

高净资收益率的成长可能会产生一个特殊现象：“伊索灌木丛失效”，就是企业价值理论上无限大，所以巴菲特说华盛顿邮报等三只股即使价格高得离谱也不会卖掉。

护城河确保的不是“伟大公司”，而是确定性，有了确定性才能正确评估企业的价值。巴菲特应该不会买摩托罗拉、德州仪器这样的股，因其确定性不好。

远大前程：在市场上只存在4种交易模式，即：价值型买入、投机型买入和价值型卖出、投机型卖出，不论投资和投机都是这4种模式的随意或刻意组合。我觉得“阶段性卖出”可从资本使用效率的角度来阐述，当交易者因过高估值而选择卖出，进而又买入低估值品种，那么他的交易仍旧是基于价值为基础的价值型卖出行为。当交易者因过高估值而选择卖出，进而停止了操作（资金未进入产业无法形成资本，也就无法享受资本增值和复利回报），那么他的交易是基于投机为基础的投机型卖出行为。如果仅仅从静态的角度看“阶段性卖出”，而不考虑全局交易和交易全局，那么缺少的是战略性的全局思想。全局交易是指动态地进出相同股票，交易全局是指动态的更换不同股票，如果交易时必须注意局部和整体、静态和动态，那么头寸组合弹性就比单次单只股票交易大很多，“阶段性地卖出”也就有其合理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

zhubin991022：从超长期来看，在价格上斤斤计较的人即使投资于最优秀的企业也是赚不了大钱的。计较的人必定拿不住好股，因其喜欢追热点频繁操作。这样做的结果是即使你赢 10 次，但只要 2～3 次的失误就基本回到原点了。我想引用 LIVMORE 的一句话："在华尔街经历这么多年，赚了几百万美元，又亏了几百万美元之后，我想告诉你这一点：我的想法从来都没有替我赚过大钱，总是我坚持不动替我赚大钱，懂了吗？是我坚持不动！对市场判断正确丝毫不足为奇。你在多头市场里总是会找到很多一开始就做多的人，在空头市场里也会找到很多一开始就做空的人。我认识很多在适当时间里判断正确的人，他们开始买进或卖出时，价格正是在应该出现最大利润的价位上。他们的经验全都跟我的一样——也就是说，他们没有从中赚到真正的钱。能够同时判断正确又坚持不动的人很罕见，我发现这是最难学习的一件事。但是股票作手只有确实了解这一点之后，他才能够赚大钱。"

做多中华：对于周期性行业来说，用费雪的"闲聊"方法的确好过"估值"。因为费雪和林奇挑选萌发期的成长股非常成功，基本上是无法对这些公司进行估值，更多的是通过闲聊方式对其定性。《买股票——就买这样的企业》，是一个日本本土投资经理写的书，内容也是在教人如何去闲聊。但是他是针对本土投资而言，依据巴菲特的选股策略，日本企业无法吸引他。直觉上巴菲特（或价值投资）没有吸收闲聊法，选出来的企业在特征上与费雪和林奇的都完全不同。这仅仅是我的直觉，可能有不对的地方。

行业与企业研究

渔夫：如果不是很了解周期性的行业，决不能轻易触碰。反之，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

周期性股票是最好做的。实业界的变化和股市正好有一个时间差，前者是慢慢地润物细无声，身在其中是会渐渐地听到越来越近的脚步声的，而圈外人往往是靠宏观分析，靠新闻的报道；后者，股市，则是过于快速或者过度的反应。时间差与高度差正是周期股票赚钱的机会所在。

最赚钱的企业，往往不是第一的企业，而是一流的企业；最赚钱的股票，往往不是在最热门的行业，很可能是在最冷门的行业；最好的股票，往往不是买最好的公司，而可能是买将要好的公司；最佳的买入时机，往往不是在最好的公司在最好的时候，而是在最好的公司在最差的时候；最棒的进场时机，是在所有人都拼命退场的时候；最棒的退场时机，是所有人都疯狂进场的时候。

难啊，因为，我们的头脑太过复杂，我们的内心太过贪婪，我们的手指太过勤快。我们每天看同样的网页，看同样的报纸，看同样的信息，得出同样的结论。

不在于你内心装进了多少信息，而在于你头脑如何处理这些信息；不在于你走过多少路，而在于你看到了路边哪些风景；看到的听到的往往不是真的，没看到没听到的往往不是假的。

芝华塔尼欧：1. 从安全边际来说，周期性行业本身就很难把握，上升的过程之中还好说，而下跌过程中，跌死了都不知道，这里的跌死是指企业跌死。而如周期性的消费品行业，因其多半是必需品，企业的成长依然存在，或略微倒退，而股价对应来说，下跌空间相对有限，对持有者来说相对较为安全。

2. 从成长空间来说，所谓的从低谷起步到高点有 10～20 倍空间，但能走完全程的少之又少，能有一半机遇就举杯吧。而消费性企业，在成长性较好的时候进入，无视大盘的涨跌起伏，较长一段时间来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

说，收获的空间要远远大于周期性企业的振幅空间。

3. 从确定性而言，长期来看，周期性相当难以把握，而若周期行业相对稳定的持续上升。就长期而言，能够做到年增长18%，就少之又少了，但不少的若周期消费行业很大方地给予了长期投资者这个回报。

老叶：1. 很多周期性行业因为无“恒常状态”导致不可估值，只能趋势投资。

周期性并不一定有规律可言，应该改叫“波动性”。就是因为其不一定有长周期规律性，因此这种行业的“恒常状态”是不可知的。比如不考虑美元价值变动，国际原油价格多少钱是合理？这种问题是不可知的。又比如国内火电行业的平均毛利率应该多少比较适中？这种问题也很难回答，过去几年火电的毛利率逐年下滑直到2008年产生巨亏。“恒常状态”不可知，决定了周期性行业的估值很难取得市场共识，只能做趋势投资，导致股价暴涨暴跌。

2. 周期性行业趋势投资的两个不好把握。

从趋势把握的角度看，投周期性行业有两个不好把握，一是基本面反转不好把握（即便“恒常状态”基本可知，要判断反转都是不容易的）。二是预期变动也很难把握，比如银行地产煤炭，在业绩大幅增长的2008年股价已开始暴跌，提前反映了市场对未来业绩下滑的担忧，但这个时间的提前量不容易把握，同理，未来这些行业即便是业绩在下滑，但股价可能已经开始上升了，这个提前量也不好把握，总之一句话，这种预期的变动不容易把握。

3. 判断反转可行的方法是等待极限状态（但不一定每个周期都会出现，出现的估值也不一定低）。

比如2008年的火电，电煤价格的暴涨导致火电企业亏损，后来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

进一步导致火电企业现金流亏损（会计亏损因为成本中算进了大量折旧，一般不会产生现金流亏损），而这显然是不可持续的，因此可以断定火电的基本面到了底部。但遗憾的是，A 股火电企业 PB 还在 2 倍左右，很难说是不是够安全（因为不知道“恒常状态”），起码 B 股和港股股价很多跌破净资产，因此还是不敢投。

4. 我对投资的某一个角度的理解：寻找相对确定性。

其实周期非周期都可投，本质上投资属于一种“模糊性判断”，行业或企业越可知（客观状态），你对该行业或企业的认知越有优势（个人主观状态），你成功的概率就越高。因此认知是相对的而不是绝对的，自己适用的投资模式并不一定适合别人，上面很多朋友的论述没重视这个问题。在大家都选择了比较可知的、且自己对其的认知有优势的行业或企业时，接下来是否成功就看定力了，即意识层面的东西，需要集中注意力和耐心等待（这一层面的东西是大家都适用的，也往往是决定投资成败的最大因素，应该互相学习）。

最后引用上述网友的一句话结尾：或许我们高估了人类的预测能力，同股价不可预测一样预测未来公司的发展多多少少有很大的问题，所以保持对未来的谦恭吧，世界永远不变的是变化！

静水潜流：2000 年后中国周期性行业的加速发展，其中最为关键的事件是 2001 年 12 月 11 日我国正式加入世界贸易组织。由于中国生产要素价格低，尤其是中国的劳动力价格低廉，使得中国的制造成本相对于发达国家具有非常高的比较优势，发达国家的劳动力密集型产业向中国转移，带动了中国成为世界的制造中心，周期性行业因而得到高速发展。

时至今日，世界需求因金融危机而出现一定程度的萎缩，国内需求因人民的收入无法快速增加，国家刺激计划和积极的财政政策始终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

不可持续，出口额已居世界第一的中国，继续提高份额需要竞争能力的持续提高，而中国劳动力成本的提高不可避免，因而周期性行业高速发展也将成为过去，长期来看，产能调整不可避免，优胜劣汰、产业升级成为必然。

舟山：从股票的负复利说起，从长期收益角度看，负复利的威力相当大，只要 10 次当中有 1 次失误，基本上前功尽弃，如果借此引申到强周期性和弱周期性行业，强周期性行业在行业景气时，赢利能力很强，但是管理层对宏观经济的把握是相当有难度的，代表如万科的王石，应是久经沙场，拿地时机的把握也不是很好；差的如顺驰，消失了。而弱周期性行业，特别是有一定垄断性的，管理层有些失误也无伤大雅，比如五粮液，以前搞多元化，也没伤元气。个人一开始入市，偏好周期性较强的公司，虽然 2007 年和 2009 年很能涨，但 2008 年巨大的跌幅把赢利抹掉了很多，2 年半平均下来复利并不高，像持有 2 年半的中华企业能死里逃生，还有些运气的成分，但是运气是不会时刻眷顾的，以后的选股策略向稳健、保守转移，向弱周期性行业转移，这是经历大起大落后的阶段性总结。

millionaire：1. 在中国是否能进行基于企业的长期投资这个问题上我们无需认真地分辨他针对的群体，究竟是普通人稍加努力就能做得到的，还是拥有极高天赋与能力的人才能做得到的？我认为并不重要，只要我们确定能成功，那我们就努力得到我们想得到的结果，只要是例证存在这种可能性，就存在我们追求的意义，发表的这篇文章并不在于告诉你究竟有没有可能成为巴菲特，只在于告诉你巴菲特的方法在中国究竟是否行得通。如果更深入一点来看，我们应该拿这样的选股标准来分析究竟按他的标准选出上述几家长期价值投资标的的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

概率，还有能长期持股的可能性，答案是不需要超人般的能力和心态，只要是有心人，大多数人是能做到的。

2. 估值并不是单纯的 PE 及 PEG，其实是一个体系，涉及 ROE、垄断性、可持续发展能力、未来确定性、成长性、竞争优势、企业经营存续期等，选股的安全边际不在于绝对与相对估值，而在于基本面的安全边际。如果上述条件都非常好，可以给出较高的估值水平投资，注意，这是在基本面安全边际良好的基础上进行的。

其实这几乎是不可能应用数字来量化的，因为估值安全边际的买入可能是有陷阱的，就是踏空的风险，极端一点说，就是如果你面对伟大企业要打一折买入，那你得到的永远是银行利息。我们水平的高低在于平衡极端情况风险和踏空风险之间的能力，就是既不错过机会也不投资将会碰到极端条件的企业。如果对于真正伟大的企业，设定高安全边际的风险要比一般估值水平买入的风险大得多。

所以，估值是一个系统，是真正反映投资人能力的一个系统，没有绝对的对与错，只有把握得恰当与否的区别，PEG 并没有错，他只是一个辅助指标。

3. 强者恒强既然为一种长期存在的规律和客观存在，无论是不是极少数，都必须研究清楚其中内在原因，不能因为只是极少数我们就置大好河山于不顾。如果基本面安全边际足够强，那他恒强的几率就要比其他企业大得多。

4. 投资很多时候是不能用数字来说明问题的，所以在上面的问题上没有较真。如果用芒格的格栅理论来说更是投资升华成为一种直觉，是历练出来的感觉，如果用数字和逻辑分析出来的结果就好像用电脑看一幅画，能分析出来有多少种色彩，由多少像素组成，但电脑分析不出来画是不是漂亮。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

山风：定量分析只能是分析企业过往的情况，对投资者仅有参考意义。也就是说，定量分析最终的落脚点还是定性。价值投资者的定量分析，类似于趋势投机者，在建立趋势套利模型前，对过去海量交易数据的整理分析一样，最终都是为了确定下注前成功的概率。

其实，个人觉得定量分析还是非常关键的。通过对一个企业过往5～10年的历史数据进行整理分析，可以发现这个企业以前经营生产过程中的好多问题。如，企业的诚信度、企业现金流的真实度、企业对股东的态度、企业的发展思想等非常关键的指标。企业发展和万物发展一样，都有一定的惯性。这个惯性一旦形成，就会延续很长时间。

定量分析只能告诉你过去，可投资者要的是未来。过去的信息能告诉你一个企业未来可能的经营趋势，但无法告诉你这个企业未来的发展趋势。这就又要求分析者必须搞清楚这个企业未来的行业前景，及行业内其他竞争者的位置。这二者缺一不可。也就是必须把定量分析和定性分析结合起来。巴菲特继承了格雷厄姆的衣钵，是个定量分析高手，对博克希尔的精确分析并没有给他带来福音。倒是芒格的格栅学识和对人类未来的思考与巴菲特精确定量分析完美结合，才产生了今日的博克希尔奇迹。

不论是单纯的定量分析还是定性分析，还是把二者完美结合，都无法保证每一次投资的成功概率为100%（这里所指的成功不仅仅是不赔钱）。所以投资者还必须做到分散行业和分散企业下注。

房强：做股票投资时，定性分析与定量分析缺一不可。定量是验证定性的有效性，定性是验证定量的持续性。定量分析是一种严谨的收敛性思维方式，定性是一种发散性思维方式（当然也隐含着逻辑张性），完全定量分析，有一种只见树木，不见森林的味道，眼睛只盯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

着眼前，也不行。因为定量不能定将来。完全定性分析也不行，且不说投资股票要估值分析。脱离定量，完全定性分析有一种想当然的味道。

打个比方，何为定性与定量分析呢。比喻你告诉我，你家小孩子以后一定能上清华大学。我先定量分析一下：你小孩过去几年学年考试成绩是不是95分以上，是不是小时候每次考95分以上。再定性分析一下：你家小孩是不是很聪明，是不是爱学习，很勤奋，心能静，如果满足上述定性条件，则说明上清华的可能性较大。

成长为超级明星股定性性格特征：需求大，供给集中；有经营特许权。通常分布在哪些行业呢？经济史与人性需求告诉我们：食品行业，医药行业，及消费行业的载体商业零售。及人性更深需求的保险行业，当然银行业是一个不错的投资标的，我们从最宏观的角度来分析，经济的发展，存款会越来越多，假如存贷比不变，存贷利差长期会均值回归的，只要银行经营不犯大错，银行业是会内生性增长的。

从产业链分析，超级明星股通常都分布在产业链最上游与最下游，中游企业两头受气（成本挤压与产品价格下跌）。深沪股市，中游企业成为超级明星的不多，如“制造中国”中也只有，深中集，振华港机，特变电工，三一重工，中兴等，他们要不断地依靠低成本与技术创新，才能取得相对领先优势，做企业很累。

留一份清醒：投资讲究逻辑，逻辑是什么呢？我们可以简单地这样理解，“因为A，所以一定有B”。这就是投资的核心所在，为什么买这个股票一定能赚钱，回答了这个问题就解决了核心。目前市场上的投资人太爱研究相关性了，比如宏观经济、外围股市……相关性意味什么呢？意味着股价上涨跟这些因素的相关概率，从-100%到100%。但是这仅仅是相关不是一定的，比如90%的相关性，意味着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

10%的不相关甚至风险，但投资往往就是这10%让我们全军覆灭！

所以，投资研究相关性是错误的逻辑！因为相关性不能满足“因为A，所以一定有B”；只能满足，“因为A，所以可能（或者曾经）有B”。显然，后者已经不是一个投资大师关注的东西了。所以，我们也就能理解巴菲特的某些投资行为了！比如逆市买入！

所以巴菲特认为，ROE是核心指标，因为有可持续的、高额的ROE，哪怕不成长，每年的收益全部分红，我们获得的收益也可以再投资，就如其钟爱的喜诗糖果！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

几年前，价值投资在中国几乎被“神化”，仿佛投资正途只此一条；这两年又接近于“妖魔化”，似乎中国的证券市场就没有价值投资的生存土壤。梁军儒（laoba1）以十多年的亲身投资实践，证实价值投资这条道路普通人也能践行之，同样能将财富滚雪球般积累。信则有！

——上海大智慧股份有限公司培训中心总监　江　涛

梁兄对于价值投资的理解深入浅出，见解独到！十四年里，在中国股市将价值投资演绎得如此成功，堪称中国价值投资者的典范！

——北京格雷投资管理有限公司总经理兼投资总监　张可兴

梁先生是国内为数不多真正踏踏实实做价值投资的代表性人物，他对巴菲特理论的理解十分深刻，观点清晰简洁直达本质，没有弯弯绕，只有最清晰和最有穿透力的见解，给人一种宝剑削铁的感觉。读梁先生的书能让投资者少走弯路，以最简单直接的方式理解价值投资和巴菲特理论的精髓。梁先生的思想早就应该集结成书了！

——凌通价值网投资总监　否极泰合伙企业执行合伙人　董宝珍

《让时间为你积累财富》这本书，为投资者提供了军儒兄切身的投资体会，这些体会是作者个人用大量的时间、金钱及心血换来的宝贵经验，其投资思想很系统，而且有的东西很有见地，特别符合中国的实际。我见过大量在股市征战了十多年甚至二十余年的投资人，目前还处于十分蒙昧和屡战屡败的状态。那些拥有强烈求知欲并愿意坚持不懈努力的人士，完全可以通过学习本书获得正确的投资思想而逐步进入财富的殿堂。

——深圳东方恒星投资有限公司董事总经理　廖朝忠


ISBN 978-7-307-08923-5

定价：28.00元